



内部编号:2025030015

上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司

2025 年面向专业投资者公开发行人公司债券（第一期）

信用评级报告

项目负责人 翁斯喆  wsz@shxsj.com
黄梦姣  hmj@shxsj.com
项目组成员:
评级总监: 张明海 

联系电话: (021) 63501349

联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层

公司网站: www.shxsj.com



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了调查和诚信义务，出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本次评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。本报告的评级结论及相关分析并非对评级对象的鉴证意见。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

本次评级的信用等级在本次债券存续期内有效。本次债券存续期内，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。

本报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

评级概要

编号：【新世纪债评(2025) 010077】

评级对象：上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司 2025 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）
主体信用等级/评级展望/债项信用等级：AAA/稳定/AAA 评级时间：2025 年 3 月 6 日

评级观点

主要优势：

- 品牌优势。豫园股份业务结构多元化，品牌资源丰富，业务实现协同发展，规模优势显著。公司旗下“老庙”、“亚一”、“南翔”、“童涵春”等品牌市场知名度很高。
- 珠宝时尚业务整体稳定。近年来，豫园股份珠宝时尚业务板块拥有“老庙”和“亚一”两个悠久历史的连锁经营品牌，产品销量高。
- 债务偿付能力较强。豫园股份主业现金回笼情况较好，经营性现金流状况持续大幅改善，近年来公司还通过出售较多资产回笼大量资金。公司货币资金存量保持充裕，加之拥有变现能力较强的金融资产及所处区位良好的物业资产，可对债务偿付形成较好保障。
- 股东支持。豫园股份在复星的整体战略定位中有重要作用，可在资金、资源、战略方向和管理架构等方面得到股东的支持和指导。同时公司第二大股东为黄浦国资，此前参与公司的重大资产重组事宜，向公司注入资产。

主要风险：

- 利润对非经常性损益依赖度高，2024 年经营业绩承压。2022 年以来豫园股份主业盈利能力弱化，利润主要依靠处置非核心资产的收益获得。公司 2024 年业绩预告披露当年利润显著下降，后续公司主业盈利改善及非经常性损益可持续性需持续关注。
- 房地产业务经营和投融资风险。豫园股份房地产业务易受相关政策影响，持续面临经营风险，对公司收入和利润产生负面影响。后续公司仍有一定规模的在建和拟建项目投入，投融资风险需持续关注。
- 投资性房地产价值波动风险。豫园股份对投资性房地产采用公允价值模式计量，相关资产价值波动会对公司财务表现产生较大影响。
- 股权质押风险。豫园股份控股股东及其一致行动人的股份质押比例高，或对豫园股份股权稳定性产生一定影响。

评级结论

通过对豫园股份主要信用风险要素的分析，本评级机构认为其自身信用质量很强，加之来自股东支持力度大，实际债务偿付能力极强，并予公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定，债项信用等级为 AAA。

未来展望

本评级机构预计豫园股份信用质量在未来 12 个月持稳。遇下列情形，或将导致公司主体信用等级或/及其评级展望被下调：

- ① 公司地产业务板块去化效果不佳，持续计提大额资产减值损失，经营压力加大并严重影响公司利润。
- ② 公司融资受限或融资成本大幅提升，财务风险和流动性风险显著增加。
- ③ 公司股东信用质量明显弱化，对公司的支持能力和力度明显减弱。

主要财务数据及指标				
项目	2021 年/末	2022 年/末	2023 年/末	2024 年 前三季度/末
母公司口径数据:				
货币资金 (亿元)	47.80	14.64	10.93	20.71
刚性债务 (亿元)	252.93	235.14	206.98	231.60
所有者权益 (亿元)	256.76	264.20	252.19	253.94
经营性现金净流入量 (亿元)	-21.46	-53.15	48.37	1.96
合并口径数据及指标:				
总资产 (亿元)	1,314.76	1,283.73	1,240.45	1,258.71
总负债 (亿元)	897.19	887.64	843.85	862.70
刚性债务 (亿元)	515.91	480.14	481.92	501.28
所有者权益 (亿元)	417.57	396.10	396.60	396.00
营业收入 (亿元)	510.63	501.18	581.47	361.01
净利润 (亿元)	39.27	39.37	18.18	9.67
经营性现金净流入量 (亿元)	-68.77	-0.90	47.47	25.45
EBITDA (亿元)	73.18	85.54	50.05	—
资产负债率[%]	68.24	69.15	68.03	68.54
权益资本与刚性债务比率[%]	80.94	82.50	82.30	79.00
流动比率[%]	143.95	134.16	124.86	123.12
现金比率[%]	24.08	21.26	18.07	18.50
利息保障倍数[倍]	2.60	2.74	1.68	—
净资产收益率[%]	9.60	9.68	4.59	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-13.59	-0.16	7.97	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-13.76	5.61	8.55	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.05	3.18	2.17	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.16	0.17	0.10	—

注: 根据豫园股份经审计的 2021~2023 年及未经审计的 2024 年前三季度财务数据整理、计算。

发行人本次评级模型分析表			
适用评级方法与模型：工商企业评级方法与模型（零售行业）FM-GS009（2022.12）			
评级要素			结果
个体信用	业务风险		1
	财务风险		4
	初始信用级别		aa
	调整因素	合计调整（子级数量）	/
		其中：①流动性因素	/
		②ESG 因素	/
		③表外因素	/
		④其他因素	/
	个体信用级别		aa
外部支持	支持因素		↑ 2
主体信用级别			AAA
债项增级	信用增级方式	/	
	覆盖范围或倍数（债务本息）	/	
	担保方主体信用等级/评级展望	/	
债项信用等级			AAA
调整因素：(0)			
无。			

该公司是复星高科旗下唯一 A 股商业文化板块上市公司, 在复星高科的整体战略定位中有重要作用。复星高科在资金、资源、战

发行人本次评级模型分析表

适用评级方法与模型：工商企业评级方法与模型（零售行业）FM-GS009（2022.12）

评级要素	结果
略方向和管理架构等方面给予公司支持和指导。公司第二大股东为黄浦国资，此前参与公司的重大资产重组事宜，向公司注入资产，对公司的支持力度大。	

相关评级技术文件及研究资料

相关技术文件与研究资料名称	链接
《新世纪评级方法总论（2022 版）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=26739&mid=4&listype=1
《工商企业评级方法与模型（零售行业）FM-GS009（2022.12）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=26752&mid=4&listype=1
超常规调节与全面扩内需 经济增速将迎阶段性企稳——2024 年中国宏观经济分析与 2025 年展望》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=32631&mid=5&listype=1
《有色金属行业 2024 年信用回顾与 2025 年展望》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=32605&mid=5&listype=1
《零售行业 2024 年信用回顾与 2025 年展望》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=32751&mid=5&listype=1
《房地产行业 2024 年信用回顾与 2025 年展望》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=32630&mid=5&listype=1

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司（简称“豫园股份”、“该公司”或“公司”）前身为上海豫园商场股份有限公司，系于 1987 年 6 月经上海市人民政府有关部门批准，由原上海豫园商场改制成立。1992 年 5 月，经沪府财贸（92）第 176 号文批准，上海豫园商场股份有限公司吸收上海豫园旅游服务公司、南市区饮食公司、上海市商业建设公司、上海旅游公司等十五家单位，采用募集方式，共同发起设立上海豫园旅游商城股份有限公司。1992 年 9 月 2 日，公司股票在上海证券交易所上市交易（股票代码 600655.SH）。截至 1992 年末，公司总股本为 1.13 亿股。其后经过多次配股、分红、资本公积转增股本以及股权转让等，至 2017 年末，公司总股本为 14.37 亿股。2018 年 7 月，经证监会证监许可[2018]803 号文核准，该公司向浙江复星商业发展有限公司（简称“浙江复星”）、上海复地投资管理有限公司（简称“复地投资管理”）、上海市黄浦区房地产开发实业总公司（简称“黄房公司”）等 17 名对象发行 243,916.19 万股普通股，购买上海星泓投资控股有限公司（简称“星泓产业控股”）、上海闵祥房地产开发有限公司（简称“闵祥地产”）等 24 家公司的全部或部分股权以及上海新元房地产开发经营有限公司（简称“新元房地产”）100%股权，发行股份后公司总股本增加至 38.76 亿股。2018 年 11 月，公司通过定向增发方式向 45 名股权激励对象授予限制性人民币股票 45.80 万股，公司总股本增至 38.81 亿股。2019 年 7 月，公司更名为上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司。2019 年以来，公司实施了限制性股票激励计划。截至 2024 年 9 月末，公司总股本为 38.94 亿股，第一大股东为复地投资管理，直接持有公司 26.28%股权，实际控制人为郭广昌。

该公司是一家综合性商业上市公司，依托具有悠久历史的上海豫园商圈资源，已发展形成了以珠宝时尚和复合功能地产业务为主，文化餐饮、度假村、医药、百货、商旅文等产业共同发展的多元化经营格局。公司依靠自身较为丰富的品牌资源，开展差异化经营和特色化发展，其中“豫园商城”商业旅游文化品牌已经成为上海标志性的城市文化名片之一，此外还拥有老庙黄金、亚一珠宝、南翔馒头店、上海老饭店、绿波廊酒楼、松鹤楼、童涵春堂等一系列老字号品牌。

2. 债项概况

（1）主要条款

中国证券监督管理委员会于 2025 年 2 月 21 日出具《关于同意上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司向专业投资者公开发行公司债券注册的批复》（证监许可[2025]317 号），同意该公司向专业投资者公开发行面值总额不超过 12.13 亿元公司债券的注册申请，有效期自同意注册之日起 24 个月内有效。本期债券计划发行金额不超过人民币 6.00 亿元（含 6.00 亿元），期限为 2 年，附第 1 年末票面利率调整选择权和投资者回售选择权，募集资金拟用于置换兑付到期公司债券的自有资金等符合法律法规的用途。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

债务融资工具名称：	上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司 2025 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）
注册规模：	不超过 12.13 亿元人民币（含 12.13 亿元）
本期基础发行规模：	不超过 6.00 亿元人民币（含 6.00 亿元）
本期债券期限：	2 年（1+1）
定价方式：	按面值发行
偿还方式：	按年付息，到期一次性偿还本金

增级安排:	无
-------	---

注：根据豫园股份提供的数据整理。

截至本评级报告出具日，该公司已发行尚未到期的债券本金余额合计为 35.12 亿元，目前付息情况正常（若有），具体情况如下表。公司发行的多期已到期债券均已正常兑付。此外，“22 豫园 01”、“24 豫园商城 SCP006”和“24 豫园商城 SCP003”分别将于 2025 年 3 月 4 月逐步到期，公司计划以自有资金偿还。

图表 2. 截至本评级报告出具日，公司存续债券/债务融资工具基本情况

债项名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间	到期时间	本息兑付情况
22 豫园 01	5.50	4.12	3 年 (2+1)	4.95	2022-3-17	2025-3-21	正常
25 豫园商城 SCP002	3.00	3.00	180 天	4.74	2025-1-23	2025-8-22	未到付息日
25 豫园商城 SCP001	3.00	3.00	180 天	4.45	2025-1-14	2025-7-14	未到付息日
24 豫园商城 SCP007	3.00	3.00	270 天	4.98	2024-10-29	2025-7-27	未到付息日
24 豫园商城 PPN003 (资产担保)	3.60	3.60	3 年	4.38	2024-10-17	2027-10-18	未到付息日
24 豫园商城 SCP006	3.00	3.00	175 天	4.20	2024-9-20	2025-3-17	未到付息日
24 豫园商城 PPN002 (资产担保)	9.40	9.40	3 年	4.30	2024-8-13	2025-8-14	未到付息日
24 豫园商城 SCP003	6.00	6.00	270 天	3.80	2024-7-12	2025-4-11	未到付息日
合计	36.50	35.12	-	-	-	-	-

注：根据豫园股份提供的数据整理。

（2）募集资金用途

本期公司债券募集资金扣除发行费用后，拟将全部用于置换“19 豫园 01”到期支付的自有资金。

（3）增级安排

本期债券未安排信用增级。

数据基础

上会会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2021-2023 年财务报表进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）及其补充规定，以及财政部 2014 年以来发布的多项具体会计准则和财务报表格式修订通知。公司 2024 年三季度报未经审计。

近年来该公司合并范围子公司变动较大，新设和处置清算的子公司主要为产业类子公司和房地产业务项目公司。2021 年末，公司合并范围子公司 445 家，较上年变动主要是新设立子公司 49 家、新增 3 家同一控制下企业合并（佛山禅曦房地产开发有限公司、眉山市彭山区铂琅房地产开发有限公司和山东复地房地产开发有限公司），处置子公司 8 家和清算终结子公司 17 家等。2022 年末，公司合并范围子公司 469 家，当年公司新增 1 家非同一控制下企业合并（石家庄海燕表业有限公司）和 1 家同一控制下企业合并（上海高地资产经营管理有限公司），并新设立子公司 37 家，处置子公司 2 家和清算终结子公司 13 家。截至 2023 年末，公司合并范围子公司 504 家，当年公司新增 2 家非同一控制下企业合并（北京天时恒生网络股份有限公司和有鱼有品（深圳）生物技术有限公司）和 3 家同一控制下企业合并（上海复星爱必依物业管理有限公司、Napier Tokutei Mokuteki Kaisha 和 GK Kiroro Management），并新设立子公司 46 家，处置子公司 5 家和清算终结子公司 11 家。2024 年前三季度，公司新纳入合并范围的子公司共 17 家，处置上海复豫国际贸易发展有限公司、株式会社新雪（简称“新雪”）等 5 家子公司并清算终结子公司 12 家。

业务

该公司以珠宝时尚业务和物业开发与销售业务为两大主要业务板块，目前合计贡献收入超过营业收入的 80%。近年来，金价波动致使公司珠宝时尚业务收入出现波动；公司物业开发与销售业务为重大资产重组后的新增主业，该业务以住宅和商业为主，主要分布在一、二线城市，当前公司致力于消化存量项目，但销售规模受政策影响有所下降。公司其他业务涉及酒业、度假村、餐饮、医药等，形成多元化的业务布局。此外，近年来公司集中力量发展核心产业，处置了部分非核心业务的股权，导致部分业务收入有所减少。

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2024 年中国经济呈现出结构优化升级的态势，但价格水平疲弱，微观主体对经济“体感”不佳。高技术产业快速增长，而房地产和基建投资表现较弱。尽管出口和政策支持下的耐用品消费及制造业投资表现良好，但传统动能拖累、居民消费不足和市场预期弱化导致经济增长压力上升，促使逆周期调控政策加力。同时，债券市场结构性特点明显，科创债增长强劲、房企和城投企业债券融资收缩、消费贷款 ABS 增长、制造业债券融资时隔四年重回净融入，且债券融资成本明显下降。展望 2025 年，中国经济面临需求不足和外贸条件恶化的挑战，但也存在逆周期调节和内需扩大等积极因素；预计在超常规政策支持下，经济增速将阶段性稳定在 5.0% 左右，物价水平修复，长期向好趋势不变。

详见：《超常规调节与全面扩内需 经济增速将迎阶段性企稳——2024 年中国宏观经济分析与 2025 年展望》。

(2) 行业因素

零售行业

2024 年以来国民经济稳中有进，政府促消费政策持续发力，对国内消费市场形成有力支撑，零售行业运行总体平稳。得益于国内居民收入稳步增长，消费场景不断拓展、文旅市场需求相对旺盛以及促消费政策驱动等，当年服务性消费、升级类商品及“以旧换新”类商品消费增长相对较快；消费领域价格水平总体平稳。但同时，在当前外部经济形势仍然复杂多变、就业及住房市场压力传导及消费偏好转变等背景下，居民消费信心依然偏弱，有效消费需求仍显不足，消费活力有待进一步提升。同时，近年来在外部环境变化影响下，零售行业内部维持激烈竞争，主要零售业态运行表现持续呈现分化，实体零售面临的竞争及调改压力更为突出。

2025 年，零售行业预计仍将保持稳步增长，但宏观经济形势、政府消费领域政策及财政支持力度、居民消费信心复苏进程等因素变化仍或影响行业增速表现。零售行业整体信用质量预期持稳。但行业内部延续激烈竞争态势，各业态表现预计继续分化。主要受益于各大电商平台在流量获取、商品及服务质量、价格等环节的持续优化提升，预计线上零售规模仍将保持增长；实体零售预计总体仍承压，其中得益于体验类消费及奥莱品类需求，购物中心及奥特莱斯等业态运行表现或相对平稳，百货及超市业态则预计仍将面临持续较大的调改需求及业绩增长压力。

详见：《零售行业 2024 年信用回顾与 2025 年展望》。

贵金属行业

2024 年前三季度，国内原料黄金产量为 268.068 吨，与 2023 年同期相比减产 3.180 吨，同比下降 1.17%，其中，黄金矿产金完成 209.710 吨，有色副产金完成 58.358 吨。另外，2024 年前三季度进口原料产金 111.207 吨，同比增长 15.51%，若加上这部分进口原料产金，全国共生产黄金 379.275 吨，同比增长 3.20%。

我国黄金需求主要包括黄金首饰、储备与投资（金币金条）、工业及其他等。根据中国黄金协会统计，2021-2023 年及 2024 年前三季度我国黄金消费量分别为 1,120.90 吨、1,001.74 吨、1,089.69 吨和 741.73 吨，呈波动下降趋势。结构方面，受金价持续高位波动及上涨预期增加，近年来实物黄金需求（黄金首饰、工业等）消费有所回落，但金条金币投资需求上升，2024 年前三季度黄金首饰、金币金条需求、工业及其他需求占比分别为 54%、38% 和 8%，其中黄金首饰需求较 2021 年下降近 10 个百分点，而金币金条需求则上升 10 个百分点。此外，中国人

民银行近年来持续增持黄金储备，截至 2024 年 9 月末达 2,264.33 吨，较 2021 年末增加 316.02 吨；同期末国内黄金 ETF 持有量为 91.39 吨。

2024 年前三季度，地缘政治冲突持续，全球经济复苏乏力，黄金避险保值功能重新受到重视，黄金价格持续强势上涨，不断刷新历史新高。9 月底，伦敦现货黄金定盘价为 2629.95 美元/盎司，较年初 2074.90 美元/盎司上涨 26.75%，前三季度均价 2295.75 美元/盎司，较上一年同期 1930.50 美元/盎司上涨 18.92%。上海黄金交易所 Au9999 黄金 9 月末收盘价 595.25 元/克，较年初开盘价 480.80 元/克上涨 23.80%，前三季度加权平均价格为 529.14 元/克，较上一年同期 441.76 元/克上涨 19.78%。

详见：《有色金属行业 2024 年信用回顾与 2025 年展望》。

房地产行业

房地产行业是我国经济的重要组成部分。作为资本密集型行业，房地产投资规模大且集中于住宅领域。从需求端看，2024 年以来楼市交易呈惯性缩量状态，同比降幅维持两位数但呈现趋势性收敛。消化存量系近三年行业工作重点，目前去化周期仍处于相对高位。房价方面，新房住宅均价缓慢微升同时呈现区域分化，高能级城市房价相对坚挺。年内行业仍呈收缩状态，新开工继续减量、施工放缓、竣工缩量。

行业政策方面，2024 年以来涉房政策频出，支持力度不断加大，并在“保交楼”、金融支持住房租赁市场发展等基础上，于 9 月确立“止跌回稳”的政策总基调，政策加强组合拳出力。但仍需关注到，当前政策多着眼于涉民生和具体项目层面，政策对于房企的救助尚未超出市场化、法制化的框架，房企信用质量企稳回升或更依赖于自身市场化经营得以实现。

展望 2025 年，政策强支撑下国内房地产市场筑底企稳预期有望进一步增强，但外部环境变化程度及相应的国内对冲政策力度大小，也会在一定程度上影响房地产市场短期走势。将财政与金融资源更多投向吸纳就业能力强的服务业等领域，显著改善就业与居民收入预期及各类市场主体经营预期，进而提升居民收入与房价匹配度，是实现国内房地产市场中期企稳和长期高质量发展的前提。老龄化和少子化带来的人口结构变化以及人口总量的递减趋势，将对国内房地产供需关系形成长期的总量抑制，人口流动因素则将持续分化各能级城市的房地产市场表现。预计在市场实现中期企稳后，我国将加速构建房地产发展新模式。

详见：《房地产行业 2024 年信用回顾与 2025 年展望》。

2. 业务运营

图表 3. 公司业务收入构成及变化情况¹（单位：亿元，%）

主导产品或服务	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年前三季度	2023 年前三季度
营业收入合计	510.63	501.18	581.47	361.01	395.48
其中：（1）珠宝时尚业务	274.48	330.71	367.27	270.74	300.42
在营业收入中占比	53.75	65.99	63.16	75.00	75.96
（2）物业开发与销售	166.34	91.17	135.58	36.38	38.86
在营业收入中占比	32.58	18.19	23.32	10.08	9.83
毛利率	24.12	17.87	14.11	13.06	13.52
其中：珠宝时尚业务	8.69	8.24	7.68	7.07	7.70
物业开发与销售业务	27.44	23.36	11.29	7.55	10.22

注：根据豫园股份提供的数据整理、计算。

该公司是一家综合性商业上市公司，依托具有悠久历史的上海豫园商圈资源，已发展形成了以珠宝时尚和复合功能地产业务为主，文化餐饮、度假村、医药、百货、商旅文等产业共同发展的多元化经营格局，并已在豫园商圈内圈拥有约 10 万平方米的自有商业物业。2018 年 7 月，公司通过重大资产重组向公司注入复合功能地产业务，作为公司构建快乐时尚产业集群、线下时尚地标业务的重要支撑。公司在原有业务的基础上，新增房地产开发业务、物业经营管理与租赁业务。2021-2023 年及 2024 年前三季度，公司实现营业收入分别为 510.63 亿元、

¹ 公司各业务板块毛利率在计算时扣除营业税金及附加，公司综合毛利率未扣除营业税金及附加。

501.18 亿元、581.47 亿元和 361.01 亿元，有所波动。从收入构成看，珠宝时尚业务和物业开发与销售业务收入为公司最主要的收入来源，2024 年前三季度两者收入占营业收入的比重分别为 75.00%和 10.08%；其余收入主要来源于餐饮管理与服务、食品、百货及工艺品、商业综合运营与物业综合服务等业务板块。

从主要业务板块来看，2021-2023 年及 2024 年前三季度，该公司珠宝时尚业务收入同比分别增长 30.71%、增长 20.49%、增长 11.05%和下降 9.88%，2021-2023 年随着黄金珠宝市场整体回暖、加盟商扩张和热门产品的推出，公司黄金销量持续增长，2024 年前三季度黄金价格持续高涨，消费者购买黄金饰品的需求受到一定抑制，公司黄金饰品销售同比减少；物业开发与销售业务 2021-2023 年及 2024 年前三季度收入同比分别下降 10.84%、下降 45.21%、增长 48.72%和下降 6.38%，主要由于房地产政策变动影响和结转收入房产项目不同所致。

（1）经营状况

A. 珠宝时尚业务

珠宝时尚业务是该公司的支柱产业，主要由子公司上海豫园珠宝时尚集团有限公司（简称“珠宝时尚集团”）负责运营，截至本评级报告出具日，公司持有珠宝时尚集团 89.28%股权。黄金价格的波动、产品结构变化等会对业务毛利水平的稳定性造成一定影响，2021-2023 年及 2024 年前三季度珠宝时尚业务实现收入分别为 274.48 亿元、330.71 亿元、367.27 亿元和 270.74 亿元；业务毛利率分别为 8.69%、8.24%、7.68%和 7.07%，其中 2022 年公司拓展加盟商渠道布局，同时继续打造爆热门产品，古韵金系列产品销售收入超过 50 亿元，全年公司黄金销量和价格均有所提升，珠宝时尚收入同比增长 20.49%；2023 年由于地缘政治局势紧张以及货币政策变化，黄金价格整体呈上行态势，公司黄金销售价格升高，此外，公司入驻中免 2 家门店，并积极拓展网络销售渠道，收入同比增长 11.05%；2024 年前三季度金价快速上涨，终端市场金银珠宝类需求呈下降趋势，公司珠宝时尚业务收入同比下降 9.88%。

品牌方面，该公司拥有“老庙”和“亚一”两个悠久历史的连锁经营品牌。近年来，公司继续深耕产品打造和创新，其中“老庙黄金”主要定位于成熟消费群，“亚一”定位于年轻群体，产品主要为婚庆用珠宝饰品。2020 年，公司以 1,500 万欧元增资法国时尚品牌 DJULA，同时以 1,148 万欧元收购老股，持有 DJULA 项目 55.40%股权；2023 年公司进一步对 DJULA 增资，2024 年 1 月公司对 DJULA 的持股比例达到 100%。截至 2023 年末 DJULA 在全球直营网点合计 19 个，目前收入仍主要由海外市场贡献。此外，公司 2019 年出资 1.088 亿美元收购比利时国际宝石学院 International Gemological Institute（简称“IGI”）²80%股权，并于 2023 年以 4.55 亿美元交易对价出售全部 80%股权给 BCP Asia II Topco Pte. Ltd³（简称“BCP Asia”），公司已收到全部交易价款。

采购方面，该公司黄金采购方式较为灵活，主要通过现货黄金、黄金租赁、黄金 T+D、黄金远期合约等方式，灵活进行采购及成本锁定。公司珠宝时尚业务经营所需现货黄金通过上海黄金交易所进行采购。为了更好地规避黄金价格波动风险，降低采购环节的资金成本，公司主要采用黄金租赁和黄金 T+D 模式进行采购，其中黄金租赁可在完成销售的同时买回现货黄金归还银行，通过缩短采购及销售的时间差以抵御价格波动风险，并有助于缓解公司业务扩张中采购环节的资金压力；黄金 T+D 可以配套黄金现货采购和黄金租赁（买回阶段），通过空头交易（黄金现货采购时采用）或多头交易（黄金租赁时采用），以锁定价格。近年来公司保持了完全的对冲机制。总体来看，黄金租赁等工具的采用有助于公司抵御价格波动风险，稳定中长期经营业绩，但黄金租赁业务开展过程中，也会部分冲减金价波动所带来的利润。

图表 4. 公司黄金租赁情况（单位：公斤）

年度	黄金租赁量	至期末尚未归还量
2021 年	33,700	10,915
2022 年	31,869	8,276
2023 年	29,792	11,944

注：根据豫园股份所提供数据整理、计算。

² IGI 总部位于比利时，拥有 40 余年历史，是全球知名的宝石学培训及钻石鉴定组织，目前已形成布局全球的钻石、宝石和首饰专业鉴定以及宝石学培训课程等业务，主要服务于钻石相关领域的各类合作伙伴，包括知名钻石零售商。

³ 由黑石集团最终控制的私募投资基金间接全资持有。

图表 5. 公司黄金 T+D 情况（单位：万元）

年度	多头合约价值	空头合约价值
2021 年末	89,906.60	15,229.16
2022 年末	42,920.83	91,629.58
2023 年末	281,198.00	28,324.59

注：根据豫园股份所提供数据整理、计算。

销售方面，该公司形成了以上海市场为核心，覆盖全国大部分省市的门店布局，近年来公司珠宝时尚业务网点数量整体呈现增长态势，其中 2024 年前三季度直营连锁店仍呈扩张态势，加盟店数量有所缩减主要是根据区域市场情况对网点进行调整所致，截至 2024 年 9 月末公司珠宝时尚业务网点数量合计 4,995 个，“老庙”和“亚一”网点达到 4,974 个，其中 266 个直营网点，4,708 家加盟店；DJULA 直营网点 19 个、加盟店 1 家；LUSANT 直营网点 1 个。加盟商管理方面，加盟店向公司采购黄金后自行销售并自负盈亏，公司定期对加盟商评级打分和调整信用等级，并根据信用等级给予相应的授信额度。直营店管理方面，公司直营店主要分布在上海及华东地区，以租赁物业为主。此外，公司继续拓展“互联网+”销售渠道，以天猫、京东等传统平台为基础，拓展抖音、快手、拼多多等新媒体平台，加大网络宣传力度。

图表 6. 公司“老庙”和“亚一”实体渠道网点情况（单位：个）

年度	直营连锁店	加盟店	合计
2021 年末	223	3,736	3,959
2022 年末	250	4,315	4,565
2023 年末	261	4,733	4,994
2024 年 9 月末	266	4,708	4,974

注：根据豫园股份所提供数据整理、计算。

该公司黄金销售以批发为主、零售为辅，同时发展电商、新零售等渠道。零售模式下公司通过下属的黄金销售企业将黄金饰品批发给直营门店，直接对接最终消费者；批发业务是加盟店的主要经营模式，加盟商从公司下属的黄金企业批发黄金饰品，门店租赁、装修、人员配备以及日常运营费用均由加盟商支付。近年来批发业务占比逐年上升，当前批发业务的客户主要包括上海东方电视购物有限公司、陕西福瑞珠宝首饰有限责任公司等具备一定销售渠道优势的客。2021-2023 年，公司黄金珠宝饰品零售收入分别为 46.24 亿元、44.53 亿元和 56.62 亿元，批发收入分别为 221.40 亿元、271.34 亿元和 306.64 亿元。2022 年古韵金系列产品销量增长较多，2023 年避险情绪致使消费者对黄金的需求继续提升，2021-2023 年黄金销量分别为 76,629 千克、82,811 千克和 83,500 千克，同比分别增长 36.60%、8.07%和 0.83%，2023 年金价持续上行，带动公司黄金珠宝收入增长。

除自营黄金珠宝业务外，该公司原是上市公司招金矿业（1818.HK）的第二大股东，按权益法确认投资收益。截至 2021 年末，公司持有其（直接及间接）7.632 亿股股份，股权占比 23.34%，账面价值 27.67 亿元，2021 年确认股权投资收益为 0.18 亿元。2022 年 9 月，公司以每股 5.77 港元的价格于二级市场大宗交易的方式出售招金矿业 0.68 亿股股份；2022 年 11 月，公司与紫金矿业集团股份有限公司全资子公司金山（香港）国际矿业有限公司签署《股份转让协议》，通过大宗交易的方式向金山（香港）国际矿业有限公司出售招金矿业 6.54 亿股股份，占招金矿业总股份的 20.00%，价格为每股 6.72 港元，交易总价款为 43.95 亿港元。交易完成后，公司合计持有招金矿业 0.41 亿股，占招金矿业总股份的 1.26%。2023 年，公司出售招金矿业剩余 1.26%股权，出售金额为 2.97 亿元，截至 2023 年末，公司不再持有招金矿业股份。

总体看，该公司珠宝时尚业务已形成较好的品牌及规模优势，但黄金珠宝行业竞争日趋激烈、金价的波动、消费市场需求和消费结构的变化等对公司业务发展带来一定压力。

B. 物业开发与销售业务

该公司物业开发与销售主要为住宅、商业和办公等开发与销售，多数分布在上海、北京、武汉、南京、杭州等一二线城市以及台州、泉州等三四线城市，经营主体为各房地产项目公司，数量众多。从业务管理来看，主要由子公司上海复地产业发展集团有限公司（简称“复地产业发展”）负责管理各项目公司。公司拥有的物业资产主要包括 2018 年通过资产重组获得的原属复星集团的“蜂巢城市”复合功能地产资产和原属黄浦区国资委的豫园商圈毗邻核心物业资产，公司在此基础上进一步开发复合功能型地产，并构建家庭消费快乐产业集群和线下城市

产业地标。

近年来，该公司物业与销售业务规模波动大，2021-2023 年及 2024 年前三季度，公司物业开发与销售业务收入分别为 166.34 亿元、91.17 亿元、135.58 亿元和 36.38 亿元，其中 2022 年受外部环境影响，施工进度缓慢，结转面积大幅减少，导致结转收入下降；2023 年公司结转项目区域主要位于上海、南京、苏州、天津、长沙、成都等，销售均价较高，结转面积和收入同比分别增长 4.35% 和 48.71%。2022 年以来，由于地产政策的影响，房产销售溢价有所降低，毛利率持续下降。

a. 物业开发销售情况

图表 7. 公司近年来物业开发和销售情况

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年前三季度
新开工面积（万平方米）	302.82	99.09	12.44	-
期末在建面积（万平方米）	459.43	503.74	648.11	-
竣工面积（万平方米）	182.10	89.40	192.43	-
签约销售金额（亿元）	174.54	155.66	105.27	81.71
签约销售面积（万平方米）	75.05	82.85	77.15	49.44
结转销售收入（亿元）	166.34	91.17	135.58	36.38
结转销售面积（万平方米）	108.62	59.78	62.38	-
结转销售均价（元/平方米）	15,313.94	15,250.92	21,734.53	-

注：根据豫园股份所提供数据整理、计算。（2024 年前三季度“新开工面积”、“期末在建面积”、“竣工面积”和“结转销售面积”数据公司未提供）

近年来，该公司放缓拿地和开工节奏，专注消化存量地产项目，新开工面积持续大幅减少，2021-2023 年，房地产新开工面积分别为 302.82 万平方米、99.09 万平方米和 12.44 万平方米，2021-2023 年竣工面积分别为 182.10 万平方米、89.40 万平方米和 192.43 万平方米。2023 年公司房地产销售项目主要来自上海、天津、济南、苏州、北京等城市，销售区域相对分散。2021-2023 年及 2024 年前三季度，公司房地产签约销售金额分别为 174.54 亿元、155.66 亿元、105.27 亿元和 81.71 亿元，签约销售面积分别为 75.05 万平方米、82.85 万平方米、77.15 万平方米和 49.44 万平方米，2022 年签约销售面积有所增长，但由于签约项目单价较低，销售金额同比减少；2023 年受政策环境影响，签约销售面积和金额均呈下降态势；2024 年前三季度签约销售金额 81.71 亿元，签约面积 49.44 万平方米，同比分别增长 10.87% 和 4.75%。

图表 8. 公司物业开发与销售业务的主要区域分布（单位：亿元）

地区	2021 年		2022 年		2023 年		2024 年前三季度	
	签约金额	占比	签约金额	占比	签约金额	占比	签约金额	占比
上海	9.66	5.53%	61.04	39.21%	27.81	26.42%	24.35	29.80%
北京	1.05	0.60%	3.03	1.95%	5.99	5.69%	12.28	15.03%
南京	68.22	39.09%	8.45	5.43%	2.11	2.01%	3.68	4.50%
武汉	1.5	0.86%	3.08	1.98%	4.39	4.17%	4.95	6.06%
杭州	0.73	0.42%	0.32	0.21%	0.04	0.04%	-	-
天津	10.11	5.79%	10.77	6.92%	11.22	10.66%	3.14	3.84%
济南	-	-	-	-	9.49	9.01%	2.36	2.89%
长沙	10.98	6.29%	4.81	3.09%	5.77	5.48%	6.54	8.00%
成都	11.81	6.77%	2.85	1.83%	3.88	3.68%	11.54	14.12%
三亚	1.93	1.11%	-	-	-	-	-	-
苏州	4.32	2.48%	7.69	4.94%	7.16	6.80%	5.29	6.47%
宁波	1.81	1.04%	2.37	1.52%	0.53	0.51%	1.12	1.37%
合肥	4.91	2.81%	2.55	1.64%	2.75	2.62%	0.47	0.58%
佛山	-	-	1.18	0.76%	0.96	0.91%	1.15	1.41%
台州	0.35	0.20%	0.41	0.27%	0.46	0.43%	0.01	0.01%
泉州	1.28	0.73%	1.58	1.01%	5.55	5.27%	0.05	0.06%
南通	0.09	0.05%	0.05	0.04%	0.06	0.05%	0.56	0.69%
余姚	0.04	0.02%	0.00	0.00%	-	-	-	-

地区	2021 年		2022 年		2023 年		2024 年前三季度	
	签约金额	占比	签约金额	占比	签约金额	占比	签约金额	占比
重庆	4.3	2.46%	0.82	0.53%	1.34	1.28%	1.11	1.36%
昆明	6.22	3.56%	8.38	5.38%	4.20	3.99%	0.28	0.34%
长春	-	-	0.14	0.09%	0.37	0.35%	0.2	0.24%
珠海	-	-	2.55	1.64%	4.34	4.12%	1.50	1.84%
西安	-	-	10.83	6.96%	5.16	4.90%	0.52	0.64%
其他	35.23	20.18%	22.77	14.63%	1.69	1.61%	0.61	0.75%
合计	174.54	100.00%	155.66	100.00%	105.27	100.00%	81.71	100.00%

注：根据豫园股份所提供数据整理、计算。

2021-2023 年，该公司有复地大华里、星悦中心等 10 个已完工项目，截至 2023 年末剩余货值合计 56.11 亿元，计划在 2026 年前完成销售。

图表 9. 2021-2023 年公司物业开发与销售板块完工项目情况（单位：亿元）

项目主体	项目名称	地区	经营业态	未完成销售原因	出资比例	剩余货值	销售计划		
							2024 年	2025 年	2026 年
西安复烨房地产开发有限公司	复地大华里	西安	公寓	尾盘按计划去化	100%	0.07	0.07	-	-
宁波星馨房地产开发有限公司	星悦中心	宁波	住宅、办公、公寓、商业	商场自持，拟大宗去化	70%	18.86	-	18.86	-
佛山禅曦房地产开发有限公司	佛山禅曦	佛山	住宅、商业	区位原因、逐步去化	100%	6.83	6.83	-	-
台州星耀房地产发展有限公司	台州星光耀广场	台州	住宅、公寓、商业	尾盘按计划去化	100%	0.21	0.21	-	-
泉州星浩房地产发展有限公司	泉州星光耀	泉州	住宅、商业、酒店、办公	尾盘按计划去化	100%	0.19	0.19	-	-
苏州星浩房地产发展有限公司	苏州星光耀广场	苏州	住宅、商业	商场自持，拟大宗去化	60%	3.20	-	3.20	-
南通星豫实业发展有限公司	如豫苑	南通	住宅、商业、办公	区位原因，逐步去化	60%	8.19	4.00	4.19	-
南京复地明珠置业有限公司	宴南都	南京	住宅、商业	商办按计划去化	60%	4.56	4.56	-	-
北京复地通达置业有限公司	复地金融中心	北京	办公、商业	拟大宗去化	60%	14.00	14.00	-	-
武汉中北房地产开发有限公司	东湖国际	武汉	住宅	-	100%	销售完毕	-	-	-
合计	-	-	-	-	-	56.11	29.86	26.25	-

注：根据豫园股份所提供数据整理、计算。

b. 主要在建/拟建项目

图表 10. 截至 2023 年末公司主要在建项目（单位：亿元）

项目名称	区域	业态	出资比例	计划总投资	累计投资额	建设进度	投资计划		
							2024 年	2025 年	2026 年
济南-复星国际中心	济南	住宅、商业、办公、公寓	100%	61.66	47.72	77.39%	3.35	3.24	4.68
丝路项目	西安	住宅、商业、办公、公寓	51%	26.73	18.36	68.69%	2.81	0.67	0.48
青岛崂山 Club Med	青岛	酒店	100%	7.66	1.74	22.72%	2.87	2.87	-
天府湾	成都	住宅、商铺	100%	78.64	48.51	61.69%	2.18	3.57	0.75
复地·金融岛	成都	住宅、商业	66%	81.90	56.73	69.27%	0.96	0.29	0.32
复地云极	昆明	住宅、商业、公寓	57%	75.33	32.77	43.50%	2.44	2.06	2.84
鹿溪雅园	苏州	住宅、商业	65%	40.10	27.56	68.73%	4.54	3.47	2.82
卡伦湖生态城	长春	住宅、商业	100%	40.80	10.91	26.74%	5.44	4.74	3.22

项目名称	区域	业态	出资比例	计划总投资	累计投资额	建设进度	投资计划		
							2024年	2025年	2026年
星榆湾	珠海	住宅、商业、车位	50%	76.87	47.41	61.68%	4.61	3.72	0.55
滨江悦府	长沙	住宅、商业、办公、公寓	51%	29.31	26.38	90.00%	1.59	0.46	-
崑玉国际	长沙	住宅、商业、办公	100%	20.54	4.95	24.10%	1.24	0.78	-
林与里	天津	住宅、产业用房	100%	35.10	24.48	69.74%	3.31	3.68	2.63
壹号湾	天津	住宅、商服	50%	32.98	26.17	79.35%	3.36	2.81	-
复创云城	杭州	商业、办公、酒店	40%	25.95	14.28	55.03%	4.12	3.98	2.05
云谷名庭/智慧金融城	合肥	别墅、住宅、商铺、办公	100%	66.00	50.73	76.86%	3.78	2.72	4.68
明日之城	南京	住宅、商业、办公、公寓	66%	62.00	44.83	72.31%	8.62	7.14	1.14
大鱼山居	南京	住宅、酒店	100%	26.29	20.03	76.19%	2.00	1.48	0.36
御钟山	南京	住宅、商业	100%	70.08	27.72	39.55%	1.20	0.93	0.76
武侯簇锦项目	成都	住宅、商业、办公	100%	35.05	29.78	84.96%	6.22	4.32	0.30
中央公园	重庆	住宅、商业、车位、医院	100%	18.25	13.63	74.68%	2.26	0.34	0.96
复地时代中心	北京	办公、商业、公寓	100%	46.17	26.21	56.77%	2.36	3.54	4.72
悦诚花园	天津	住宅、商业	100%	40.72	31.89	78.32%	3.69	4.48	0.69
金山项目	上海	住宅、商业	100%	12.97	8.43	65.00%	0.84	0.78	0.43
金山新城	上海	住宅	100%	46.41	29.32	63.18%	5.88	5.13	0.82
徐汇滨江复星中心	上海	住宅、商业、办公	100%	78.55	60.34	76.82%	7.35	5.18	4.23
合计	—	—	—	1,136.06	730.88	64.33%	87.02	72.38	39.43

注：根据豫园股份所提供数据整理、计算。

截至 2023 年末，该公司主要在建项目 25 个，计划总投资 1,136.06 亿元，累计已投资 730.88 亿元，主要集中在成都、天津、南京及上海等地区。拟建项目方面，同期末公司主要拟建项目 5 个，业态涉及住宅、商业和办公等，规划建筑面积合计 131.89 万平方米，计划总投资 328.38 亿元，累计已投资 206.81 亿元，其中豫园二期项目已投资额主要是为拆迁成本；其他项目已投资额主要为土地成本。公司在建及拟建项目尚需投资较多资金，存在一定投融资压力。

图表 11. 截至 2023 年公司主要拟建项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	区域	业态	建筑面积	出资比例	计划总投资	累计已投资
金豫阁	上海	商业	2.75	100%	5.00	0.02
豫园二期	上海	商业	14.00	100%	67.00	51.37
福佑路项目 ⁴	上海	住宅/商业/办公	42.84	50%	205.59	132.66
抚仙湖一期	昆明	住宅/商业	18.66	100%	22.20	12.06
横大路澄江	澄江	住宅/商业	53.64	100%	28.59	10.70
合计	—	—	131.89	—	328.38	206.81

注：根据豫园股份所提供数据整理、计算。

⁴ 2022 年 9 月，公司全资子公司上海复祐实业发展有限公司与蚂蚁集团全资子公司上海云灼企业管理咨询有限公司在该项目公开遴选评审中被确定为联合实施主体，双方均不并表，上述两家公司各出资 50%。截至 2023 年末，公司对该项目的权益占比约为 50%，累计实际投资额为 67.46 亿元。其他拟建项目公司出资比例均为 100%。

c. 土地储备情况

土地储备方面，该公司主要采用“招拍挂”、外延式并购以及地产与产业相结合的综合体拿地方式。2021年，公司获得5块土地，区域主要分布于上海、成都等地，主要为商业办公以及住宅用地。2022年，公司共获得4块土地，拿地区域位于上海和云南。2023年公司在云南省澄江市取得4块土地，土地储备面积合计15.04万平方米，价款合计4.96亿元，其中3块土地为城镇住宅-普通商品住房用地（土地成本分别为1.44亿元、1.29亿元和0.94亿元），一块土地为零售商业用地（土地成本为1.29亿元）。2024年6月，公司全资子公司三亚复信投资有限公司以17.94亿元竞得三亚海棠湾国家海岸休闲园区控规HT06-14-03地块国有建设用地使用权，土地面积9.36万平方米，公司拥有项目100%权益。截至2024年9月末，公司土地储备面积为24.40万平方米，土地成本合计22.90亿元。

C. 其他业务

该公司其他业务主要包括商业经营管理与物业租赁服务、酒业、餐饮、医药和时尚表业等。

a. 商业经营管理与物业租赁服务

该公司商业经营管理与物业租赁服务主要包括度假村和物业经营管理与租赁业务两部分。2021-2023年及2024年前三季度，公司商业经营管理与物业租赁服务实现营业收入分别为13.68亿元、23.76亿元、28.95亿元和22.59亿元；同期毛利率分别为51.90%、32.69%、39.94%和42.93%。2024年前三季度收入同比增加11.99%主要系豫园商城等商业物业的出租率提升、租金收入增长所致。

该公司度假村业务经营主体为日本星野 Resort Tomamu 公司⁵、Napier Tokutei Mokuteki Kaisha (简称“Napier TMK”)及 GK Kiroro Management (简称“GK KM”)。Resort Tomamu 公司主要经营性资产为位于北海道 Tomamu 的滑雪场度假村。公司于2023年收购了 Napier TMK 和主要资产为日本北海道 Kiroro 的滑雪场、度假村及所有土地。该度假村内有2家酒店，共392间房、23条雪道的滑雪场（最长雪道4,050米）、温泉、高尔夫球场等设施。酒店及相关设施建筑面积约10万平方米。GK KM 主要负责日本北海道 Kiroro 滑雪场、度假村的日常运营。2021-2023年及2024年前三季度公司度假村业务收入分别为3.53亿元、5.99亿元、9.43亿元和7.57亿元，2022年以来海外度假村业务恢复正常经营，旅游景气度回升，度假村业务收入持续增长。为进一步集中发展核心产业，2024年6月，公司拟出售持有的49,999股新雪股份，占新雪总股份的99.9980%（新雪及其下属子公司株式会社 Tomamu Property（新雪设立的子公司）和株式会社星野 Resort Tomamu 统称“新雪集团”），基于2023年12月31日新雪集团股权估值结果，公司筹划以不低于380亿日元，折合人民币约17.10亿元的前提下，出售新雪集团股份。根据2024年10月《上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司关于全资子公司出售株式会社新雪股权的进展公告》，基于交割日2024年6月28日为基准日的资产负债表，调整最终交割价格为41,213,192,613日元，交易款项（含尾款）已全部收讫，公司不再持有新雪集团股份。

该公司物业租赁主要为商铺对外出租，集中在上海、沈阳、北京、南京、宁波等地区。截至2023年末，公司可供出租房地产的总建筑面积约为50.60万平方米。2021-2023年及2024年前三季度，公司物业经营管理与租赁收入分别为10.15亿元、17.76亿元、19.51亿元和15.02亿元，2022年商业地产竞争激烈，沈阳、台州等地的项目出租率下降；2023年商业地产出租率提升，已出租面积同比增长18.10%，物业经营管理与租赁收入增加。

图表 12. 截至2023年末部分出租物业情况（单位：万平方米）

物业名称	可出租面积	已出租面积	出租率
中街-盛京龙城	11.01	9.79	89%
天津复地活力广场	10.59	10.27	97%
泉州星光耀万达广场	9.98	9.98	100%
宁波星悦城	5.60	4.30	77%
台州星光耀广场	4.74	4.74	100%
苏州星光耀广场	4.08	3.12	76%
真如星光耀广场	4.60	4.32	94%

⁵ 2015年10月，公司以5,276元现金收购新雪股份；2015年12月，公司通过新雪以9.61亿元现金对价收购株式会社星野 Resort Tomamu 公司100%股权。

物业名称	可出租面积	已出租面积	出租率
合计	50.60	46.52	-

注：根据豫园股份所提供数据整理、计算。

b. 餐饮

该公司餐饮品牌资源较为丰富，拥有“南翔馒头店”、“上海老饭店”、“绿波廊”等多个中华老字号及上海市著名商标。此外，2018 年公司投资 16.38 亿元收购苏州松鹤楼及旗下松鹤楼餐饮 100% 股权，进一步扩大了餐饮业务规模。公司餐饮业务经营区域发源于豫园商圈，门店主要包括上海老饭店、绿波廊酒楼、和丰楼等 9 家门店。近年来公司积极探索连锁化发展布局，持续向商圈外拓展餐饮门店。豫园商圈大量的客流量能对公司餐饮业务经营形成持续较好的客源支撑，同时为适应消费升级，公司近年来对豫园商圈内的经营主体进行了涉及商业业态、物业、服务等方面的升级调整，对绿波廊酒楼、松月楼、德兴馆浦东店等门店装修，优化和提升了硬件设施。同时，公司还对产品升级和开发，松鹤楼新推出的虾子酱、蟹酱等产品获得较好的市场反馈。松鹤楼外卖效益也得到提升，2023 年外卖单店月均收入由 3.38 万元提升至 4.50 万元，2023 年松鹤楼面馆核心门店毛利率约为 70%，盈利能力强。

2024 年以来由于餐饮市场竞争激烈，以及原材料、人力、租赁等成本上升因素影响，该公司关闭部分经营压力较大的门店。截至 2024 年 9 月末，公司餐饮门店数量为 204 家，其中上海老饭店、绿波廊、南翔馒头店、和丰楼、松月楼等主要门店集中于豫园商圈内部。当期末较上年末减少 16 家，主要为现金流和利润亏损的松鹤楼连锁面店。

总体来看，该公司餐饮板块品牌及资源优势较突出，2023 年由于加速连锁化布局，收入和毛利率均得到提升，2024 年前三季度餐饮经营承压，收入同比减少 15.24%，毛利率同比下降 2.00 个百分点。2021-2023 年及 2024 年前三季度，餐饮业务收入分别为 7.61 亿元、6.47 亿元、14.21 亿元和 9.27 亿元，毛利率分别为 65.17%、63.28%、66.83%和 65.28%。

c. 医药

该公司医药业务品牌——“童涵春堂”是国药老字号、中国驰名商标，作为上海本土知名中医药品牌之一，在长三角地区具有一定的市场认可度。公司的医药业务涵盖药品生产、流通和门诊服务等环节，业务链较为完整，主要制药企业为上海童涵春堂中药饮片有限公司；主要流通企业为上海童涵春堂药业连锁经营有限公司。目前，饮片公司主要加工、生产冬虫夏草、铁皮枫斗、野山人参、参茸贵细药材等精制优质饮片品牌系列产品。

该公司医药业务主要经营产品定位于中医药及参茸滋补品特色品牌，自主核心产品有各类中药饮片参茸及膏方等。在经营自主产品的同时，公司持续拓展医药产品的总代理，引进优势品种。目前公司已经取得了漳州片仔癀、江西济民系列品种、福牌阿胶福胶系列、天津中新药业股份速效救心丸，清咽滴丸，清肺消炎丸等，精华制药正柴胡系列药品等产品的代理权。

童涵春堂医药销售网络主要集中在上海地区，截至 2023 年末拥有 39 家零售网点，包括医保定点零售药店 13 家，中医门诊部 3 家。2021-2023 年及 2024 年前三季度，该公司医药业务收入分别为 5.19 亿元、3.79 亿元、4.97 亿元和 3.54 亿元，业务毛利率分别为 17.03%、18.48%、22.18%和 26.64%，2023 年以来医药业务业绩持续提升主要系公司中医药健康养生业务增长所致。

d. 时尚表业

该公司时尚表业由子公司天津海鸥表业集团有限公司（简称“海鸥表业”）、上海汉辰表业集团有限公司（简称“汉辰表业”）和上海表业有限公司（简称“上海表业”）经营。海鸥表业及上海表业均定位为中高端手表，汉辰表业作为业务管理平台旨在管理品牌群的定位、整合和营销。截至 2023 年末，公司时尚表业板块共拥有直营网点 82 家，其中海鸥表业 39 家。2021-2023 年及 2024 年前三季度，公司时尚表业板块实现营业收入分别为 8.61 亿元、6.71 亿元、7.22 亿元和 5.37 亿元，主要由海鸥表业贡献；实现毛利率分别为 26.81%、31.89%、32.08%和 39.00%。

e. 酒业

2021-2023 年及 2024 年前三季度，该公司酒业实现收入分别为 17.98 亿元、18.02 亿元、0.59 亿元和 0.26 亿元，

实现毛利率分别为 45.18%、45.08%、40.52%和 28.08%。2021-2022 年，公司的酒业收入主要来源于 2020 年 8 月收购的子公司金徽酒股份有限公司⁶（简称“金徽酒”，股票代码“603919.SH”）。2022 年以来，公司持续处置金徽酒部分股权⁷。截至 2024 年 9 月末，公司持有金徽酒 20%股权，所持股权均已质押，金徽酒为公司的联营企业，后续公司预计继续处置金徽酒股权。

此外，该公司于 2020 年 12 月以 45.30 亿元价格竞得四川沱牌舍得集团有限公司（简称“舍得集团”）70%股权，并于 2021 年 1 月完成股权登记变更，舍得集团其余 30%股权由射洪市人民政府持有。截至 2023 年末，舍得集团持有舍得酒业股份有限公司（简称“舍得酒业”，股票代码“600702.SH”）30.22%股权，全部未质押。2023 年末舍得酒业总资产 111.16 亿元、净资产 75.61 亿元，2021-2023 年和 2024 年前三季度实现营业收入分别为 49.69 亿元、60.56 亿元、70.81 亿元和 44.60 亿元，净利润分别为 12.71 亿元、17.01 亿元、17.72 亿元和 6.67 亿元。目前，舍得集团暂未纳入公司合并范围⁸，按权益法确认投资收益，2023 年末公司持有舍得集团 70%股权账面价值为 54.63 亿元，2021-2023 年公司确认股权投资收益分别为 2.76 亿元、3.58 亿元和 4.26 亿元。

f. 并购及出售股权事项

近年来，该公司出售了多个子公司股权，实现资金回笼，提升整体流动性，也完成了部分对外股权收购事项，能够与公司珠宝时尚、房地产、餐饮等业务开展形成一定的协同效应。

产业运营板块中，并购方面（1）2021 年 12 月，该公司出资 0.34 亿元收购上海青乔食品发展有限公司 100%股权，上海青浦乔家栅食品有限公司是知名的老字号中式糕团制作企业，具有广泛受众及产品影响力，有利于南市乔家栅公司业务补强，也可强化豫园文化饮食集团在糕点赛道上的整合式发展布局。（2）公司旗下上海汉辰芝星钟表有限公司（简称“汉辰芝星”）收购北京天时恒生网络股份有限公司（简称“天时恒生”）46.88%股权，交易对价 0.45 亿元；同时，汉辰芝星以 0 元收购北京天时人济电子商务中心（有限合伙）（简称“天时人济”）和北京地利电子商务中心（有限合伙）（简称“地利电子”）部分份额，汉辰芝星担任天时人济和地利电子的普通合伙人。（3）2023 年 11 月，上海豫园宠物用品有限责任公司收购从事宠物食品生产、研发、销售的有鱼有品（深圳）生物技术有限公司，持股比例为 84.57%。股权出售方面，（1）2022 年 9 月，全资子公司海南豫珠企业管理有限公司（简称“海南豫珠”）将其持有的金徽酒 8%股份以 29.38 元/股的价格，合计 11.92 亿元转让给甘肃亚特投资集团有限公司（简称“甘肃亚特”）；2022 年 11 月，公司将其持有金徽酒 13%的股份转让给陇南科立特投资管理中心（有限合伙）（简称“陇南科立特”）。交易完成后，公司持有金徽酒 25%的股份，不再是金徽酒控股股东。2023 年 7 月，公司拟通过协议转让方式向济南铁晟叁号投资合伙企业（有限合伙）出售金徽酒 25,363,000 股股份，占金徽酒总股份的 5%，标的股份的拟转让价格为人民币 23.61 元/股，交易总价款为 5.99 亿元。2023 年 9 月，公司转让的金徽酒 5%股份已办理完成过户手续，公司对金徽酒直接持有 20%股份。（2）2023 年，公司向 BCP Asia 出售 IGI 比利时 600 股、IGI 荷兰 800 股和 IGI 印度 315,848 股，占 IGI 总股份的 80.00%，交易总价款为 4.55 亿美元。（3）2023 年 5 月，公司以 0.62 亿元对价向湖北中吉顶昇企业管理有限公司转让武汉顺康食用菌有限公司 100%股权。（4）2024 年 10 月，公司以 41,213,192,613 日元出售新雪集团股份，交易款项（含尾款）已全部收讫。

房地产业务方面，并购方面，（1）2021 年该公司以 25.17 亿元收购复地投资管理、NAVARRA LIMITED 合计持有的山东复地房地产开发有限公司（简称“山东复地”）100%股权并承接两者对山东复地的债务合计 18.44 亿元。

（2）2021 年公司以 1.76 亿元收购佛山禅曦房地产开发有限公司 100%股权，同时承接 3.74 亿元债权。（3）2021 年公司以 11.70 亿元收购复地投资管理持有的眉山市彭山区铂琅房地产开发有限公司（简称“眉山铂琅”）100%股权，同时承接其对眉山铂琅的股东借款 3.52 亿元。（3）2023 年 1 月，子公司上海高地物业管理有限公司以 1

⁶ 2020 年 8 月，公司以 18.37 亿元对价受让金徽酒 29.99998%股权，同年 10 月又以 7.15 亿元对价要约收购其 8.00%股权，公司共持有金徽酒约 38%股权，成为其控股股东。

⁷ 2022 年 9 月，全资子公司海南豫珠企业管理有限公司（简称“海南豫珠”）将其持有的金徽酒 8%股份以 29.38 元/股的价格，合计 11.92 亿元转让给甘肃亚特投资集团有限公司（简称“甘肃亚特”）；2022 年 11 月，公司将其持有金徽酒 13%的股份转让给陇南科立特投资管理中心（有限合伙）（简称“陇南科立特”）。交易完成后，公司持有金徽酒 25%的股份，不再是金徽酒控股股东。2023 年 7 月，公司拟通过协议转让方式向济南铁晟叁号投资合伙企业（有限合伙）出售金徽酒 25,363,000 股股份，占金徽酒总股份的 5%，标的股份的拟转让价格为人民币 23.61 元/股，交易总价款为 5.99 亿元，该交易以带有回购条件方式转让，上述交易于 2023 年 9 月办理完成过户手续，公司对金徽酒直接持有 20%股份。2025 年 2 月公司公告与济南铁晟叁号投资合伙企业（有限合伙）签署《股份转让协议之补充协议（二）》，就交易期限和方式、投资收益分配、投资收益支付和预付相关税费、预警线和回购安排等进行变更和补充，关注后续影响。

⁸ 根据舍得集团公司章程：公司设立、注销子公司；审议批准年度预决算、利润分配、弥补亏损方案；向控股子公司以外的第三方购买/出售重大资产、发生重大关联交易、进行投资超过上年度合并净资产 5%以上；向控股子公司以外的第三方出借公司资金；公司增减资、合并、分立、解散、清算、变更公司形式的决议；修改公司章程等均需股东会 100%投票通过。公司与射洪市人民政府双方共同控制舍得集团。

元总价受让上海复星爱必依旅游发展有限公司所持有上海复星爱必依物业管理有限公司 100%股权。股权出售方面，（1）2021 年 6 月，公司以 0.70 亿元对价出售成都星泓科技发展有限公司及其子公司（简称“成都星泓”）70%股权，本次交易完成后，公司不再持有成都星泓股权。（2）2021 年 9 月，公司以 8 亿元对价出售上海新元房地产开发经营有限公司 49.8%股权，于 2021 年 12 月交割完成。（3）2024 年 7 月，全资子公司上海星耀房地产发展有限公司（简称“星耀公司”）向上海汇融东方科技发展有限公司（简称“汇融东方”）出售星光耀广场二期 1 号楼及部分车位所有权/使用权，交易总金额为 15.15 亿元，截至评级报告出具日，交易款项（含尾款）已全部收讫。

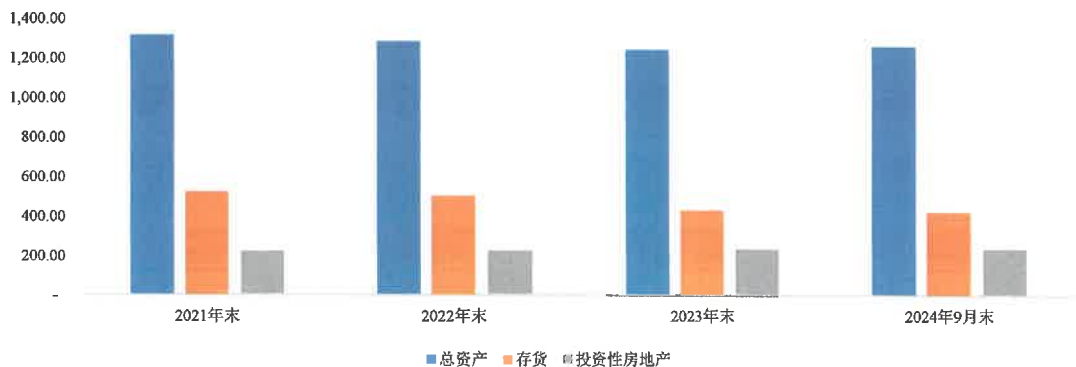
（2）竞争地位

该公司业务呈多元化态势，覆盖珠宝时尚、物业开发与销售、餐饮服务、医药健康、时尚表业、酒业、商业综合运营与物业综合服务。核心商业物业主要位于上海市中心的豫园商圈内圈，在豫园内圈拥有约 10 万平方米的商业物业（已建成）。主要的珠宝时尚业务形成了以上海市场为中心，覆盖全国大部分省市的市场网络布局，地域覆盖面广泛。

该公司珠宝时尚、餐饮服务、医药健康、时尚表业等业务均拥有自身特色和知名品牌，其中珠宝时尚业务板块是公司第一大收入贡献来源。公司黄金销售有“老庙”和“亚一”两个连锁品牌，均为具有充分知名度和美誉度的老字号品牌，“老庙”近年来先后被评为中国珠宝品牌龙头企业、亚洲品牌 500 强、中华老字号等。公司品牌价值的不断提升将有助于推动珠宝时尚业务的持续增长，截至 2024 年 9 月末，“老庙”和“亚一”品牌连锁网点达到 4,974 家。此外，公司拥有南翔馒头店、上海老饭店、绿波廊酒楼、松鹤楼、童涵春堂、海鸥表、上海表等众多老字号品牌，公司的“豫园新春民俗等会”被国家文化部列入“国家级非物质文化遗产项目”，品牌资源对公司的市场影响力和差异化经营起到支撑作用。

该公司总资产及持有物业规模较大，2021-2023 年末及 2024 年 9 月末，公司总资产分别为 1,314.76 亿元、1,283.73 亿元、1,240.45 亿元和 1,258.71 亿元，其中存货分别为 525.53 亿元、505.69 亿元、430.87 亿元和 426.73 亿元，以开发产品和开发成本为主；投资性房地产分别为 221.19 亿元、222.22 亿元、231.17 亿元和 235.41 亿元，以公允价值计量，近年来价值较为平稳。

图表 13. 近年来公司总资产、存货和投资性房地产规模情况（单位：亿元）



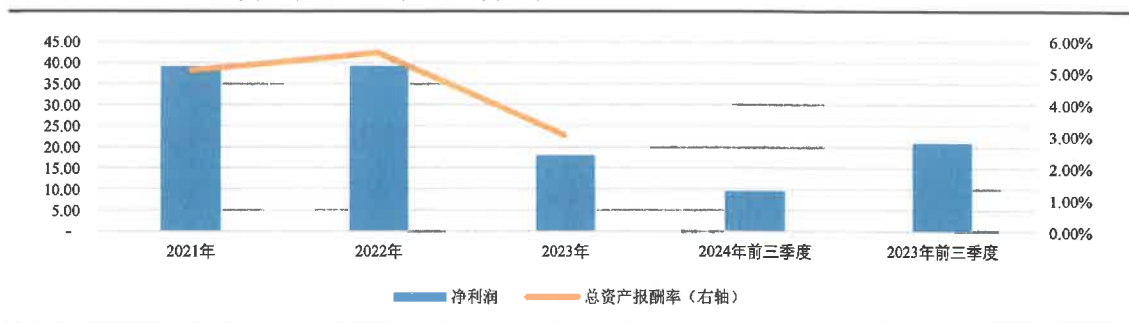
注：根据豫园股份所提供数据整理、绘制。

（3）经营效率

从运营效率上来看，该公司业务多元且相互之间能形成一定协同发展。公司旗下商业类品牌资源丰富，涵盖多个消费领域，各类业态及商业网点布局较多，在上海地区品牌知名度高，公司整体运营能力很强，总体保持了较好的发展态势。

(4) 盈利能力

图表 14. 反映公司盈利能力要素的主要指标值（单位：亿元）



注：根据豫园股份所提供数据整理、绘制。

2021-2023 年及 2024 年前三季度，该公司实现营业毛利分别为 123.17 亿元、89.57 亿元、82.06 亿元和 47.15 亿元，整体呈现下降态势主要是受地产业务结转进度影响所致；同期毛利率分别为 24.12%、17.87%、14.11% 和 13.06%，呈现下降态势主要系毛利率较低的珠宝时尚业务占比持续扩大以及受地产行业整体下行趋势影响，公司房产销售的溢价降低所致。2021-2023 年，公司总资产报酬率分别为 5.11%、5.68% 和 3.06%。

图表 15. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年前三季度	2023 年前三季度
营业收入合计（亿元）	510.63	501.18	581.47	361.01	395.48
毛利（亿元）	123.17	89.57	82.06	47.15	53.47
期间费用率（%）	14.24	16.28	13.54	14.47	14.38
其中：财务费用率（%）	2.56	3.09	2.61	3.58	2.94
全年利息支出总额（亿元）	23.96	26.89	23.19	—	—
其中：资本化利息数额（亿元）	11.31	12.58	7.51	—	—

注：根据豫园股份所提供数据整理、计算。

从期间费用来看，2021-2023 年及 2024 年前三季度，该公司期间费用分别为 72.70 亿元、81.57 亿元、78.74 亿元和 52.24 亿元，期间费用率分别为 14.24%、16.28%、13.54% 和 14.47%，近年来有所波动但整体控制较好。其中，同期公司销售费用分别为 26.64 亿元、28.35 亿元、30.74 亿元和 19.27 亿元，主要是销售人员薪酬和中介代理服务费用；管理费用分别为 32.10 亿元、36.29 亿元、32.02 亿元和 19.66 亿元，其中 2022 年增长较多主要是管理人员薪酬增加所致，2023 年管理人员职工薪酬和固定资产折旧减少较多使得管理费用同比有所下降；财务费用分别为 13.09 亿元、15.46 亿元、15.15 亿元和 12.94 亿元，其中融资规模增加使得利息支出持续增长、而受外币汇率波动引起汇兑损益变动较大；公司研发费用较少，同期分别为 0.87 亿元、1.46 亿元、0.83 亿元和 0.12 亿元。此外同期公司资产减值损失和信用减值损失合计分别为 1.01 亿元、1.02 亿元、5.18 亿元和 1.61 亿元，其中 2023 年及 2024 年前三季度主要是因房地产市场波动计提的存货中开发产品的跌价准备。受上述因素综合影响，同期公司实现经营收益分别为 24.38 亿元、-4.24 亿元、-8.96 亿元和 -9.94 亿元。

图表 16. 影响公司盈利的其他关键因素分析（单位：亿元）

影响公司盈利的其他关键因素	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年前三季度	2023 年前三季度
投资净收益	18.51	55.89	29.80	21.47	29.61
其中：权益法核算的长期股权投资收益	10.74	8.44	6.32	—	—
处置长期股权投资产生的投资收益	6.96	43.84	22.30	—	—
营业外收入及其他收益	1.89	2.77	1.95	2.15	1.19
其中：政府补助	1.31	2.29	1.46	—	—
公允价值变动损益	3.31	4.79	0.37	2.73	0.19
其中：交易性金融资产	1.33	4.25	0.64	—	—

影响公司盈利的其他关键因素	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年 前三季度	2023 年 前三季度
按公允价值计量的投资性房地产	1.64	-0.04	0.17	—	—

注：根据豫园股份所提供数据整理、计算。（2024 年前三季度和 2023 年前三季度未提供科目明细数据）

近年来，该公司利润主要来自于投资收益。2021-2023 年及 2024 年前三季度，公司实现投资收益分别为 18.51 亿元、55.89 亿元、29.80 亿元和 21.47 亿元，其中 2021-2023 年处置长期股权投资产生的投资收益分别为 6.96 亿元、43.84 亿元和 22.30 亿元，2022 年主要是处置招金矿业和金徽酒等长期股权投资全部或部分股权产生的投资收益；2023 年主要是处置 IGI 和金徽酒等长期股权投资产生的投资收益，2024 年前三季度主要为出售度假村和星光耀广场部分资产的收益。同期营业外收入及其他收益合计分别为 1.89 亿元、2.77 亿元、1.95 亿元和 2.15 亿元，主要为政府补助。同期公允价值变动损益分别为 3.31 亿元、4.79 亿元、0.37 亿元和 2.73 亿元，主要是持有的交易性金融资产价值及投资性房地产公允价值波动所致，2024 年前三季度收益主要来源于公司持有的重庆农村商业银行股份有限公司和老铺黄金的股份增值。

整体看，2022 年以来该公司经营业务盈利能力较弱，利润主要依靠处置非核心资产获得，但由于稳定性不足导致公司利润出现较大波动。2021-2023 年及 2024 年前三季度，公司营业利润分别为 49.56 亿元、59.21 亿元、23.37 亿元和 16.27 亿元，同比分别下降 0.94%、增长 19.47%、下降 60.53%和下降 30.18%；净利润分别为 39.27 亿元、39.37 亿元、18.18 亿元和 9.67 亿元，同比分别下降 2.40%、增长 0.26%、下降 53.81%和下降 54.19%，其中 2022 年同比增长主要是当年处置资产较多使得投资收益规模很大所致，2023 年及 2024 年前三季度同比均大幅下降主要是经营收益减少以及投资收益同比大幅减少所致。

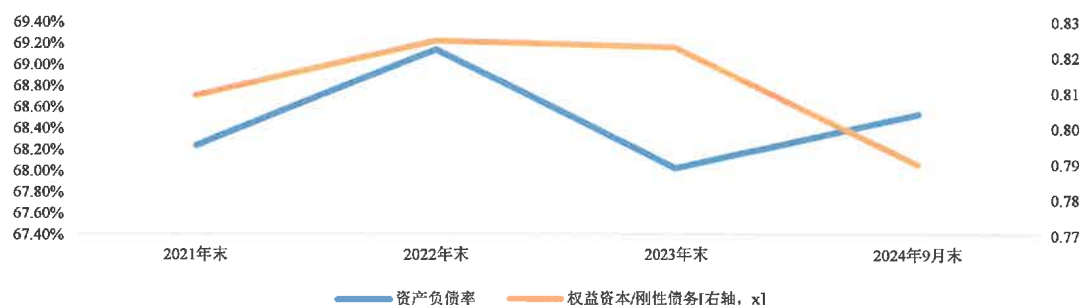
根据《上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司 2024 年年度业绩预告》，该公司预计 2024 年年度实现归属于上市公司股东的净利润为 10,000 万元到 15,000 万元，与上年同期（2023 年年度报告披露数据）相比，将减少 192,406.49 万元到 187,406.49 万元，同比预计减少 95.06%到 92.59%；预计 2024 年年度实现归属于母公司所有者的扣除非经营性损益的净利润为-220,000 万元到-205,000 万元，与上年同期（2023 年年度报告披露数据）相比，将减少 174,883.68 万元到 159,883.68 万元，同比预计减少 387.63%到 354.38%。影响业绩的主要原因为：1）由于受房地产行业整体下行趋势影响，叠加宏观经济下行、国际金价波动加剧等，带来消费行业结构性调整，导致公司部分产业板块发展承压，营业收入和综合销售毛利有一定下降，从而影响净利润实现；2）受宏观市场环境的影响，公司基于谨慎性原则，对相关资产进行年末减值测试，经分析评估并初步测算，对部分存在减值迹象的房地产项目及商誉等计提资产减值准备。后续公司主业盈利改善及非经常性损益可持续性需持续关注。

财务

近年来，该公司债务规模有所波动，资产负债率整体平稳。公司刚性债务规模较大，且主要偏向于短期，即期债务偿付压力增加。现金流方面，公司加大货款回收以及减少土地购买支出，2023 年以来经营性现金流呈大额净流入状态，加上公司出售较多子公司及其他营业单位股权使得投资性现金流亦持续净流入，公司将经营性及投资性流入资金用于偿还较多债务，使得筹资性现金流呈持续大额净流出状态。公司目前拥有一定量的可用货币资金，可用授信规模仍较大，能够对即期债务偿付提供一定支撑。

1. 财务杠杆

图表 17. 公司财务杠杆水平变动趋势



注：根据豫园股份所提供的数据整理、绘制。

2021-2023 年末及 2024 年 9 月末，该公司负债总额分别为 897.19 亿元、887.64 亿元、843.85 亿元和 862.70 亿元，资产负债率分别为 68.24%、69.15%、68.03%和 68.31%。若剔除预收款项，公司资产负债率分别为 65.91%、65.89%、65.96%和 65.92%，公司负债经营程度整体维持在合理水平。同期末公司权益资本/刚性债务分别为 0.81 倍、0.83 倍、0.82 倍和 0.79 倍。

(1) 资产

图表 18. 公司核心资产状况及其变动

主要数据及指标	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 9 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	785.75	801.14	742.73	770.60
其中：现金类资产（亿元）	59.76	62.41	59.88	61.22
存货（亿元）	132.23	128.64	110.13	118.86
其他流动资产（亿元）	525.53	505.69	430.87	426.73
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	83.13	122.68	157.15	165.95
其中：长期股权投资（亿元）	529.00	482.59	497.72	488.10
投资性房地产（亿元）	40.24	37.59	40.12	38.78
固定资产（亿元）	125.03	134.22	148.36	146.09
递延所得税资产（亿元）	221.19	222.22	231.17	235.41
期末全部受限资产账面金额（亿元）	52.00	32.70	39.92	30.41
受限资产账面余额/总资产（%）	33.16	29.59	30.41	33.42
期末全部受限资产账面金额（亿元）	304.65	372.13	499.19	—
受限资产账面余额/总资产（%）	21.70	28.99	40.24	—

注：根据豫园股份所提供数据整理、计算；2024 年 9 月末受限资产情况未提供。

近年来，该公司出售较多资产和股权，2021-2023 年末及 2024 年 9 月末资产总额分别为 1,314.76 亿元、1,283.73 亿元、1,240.45 亿元和 1,258.71 亿元，以流动资产为主。2023 年末，公司流动资产 742.73 亿元，主要由现金类资产、存货和其他流动资产等构成，其中现金类资产 110.13 亿元，主要为货币资金 91.71 亿元（受限货币资金为 40.78 亿元，主要用于预售物业款、银行借款和保证金），以及交易性金融资产 15.79 亿元（主要为持有的重庆农村商业银行股权 4.13 亿元和泰康保险约 11 亿元）；同期末存货余额 430.87 亿元，主要为房地产业务形成的开发成本（256.26 亿元）和开发产品（111.14 亿元）等，其余为库存商品（47.50 亿元）；公司其他流动资产余额 157.15 亿元，主要是给予合营公司的股东借款 143.68 亿元，其中给上海豫芸实业发展有限公司借款 57.91 亿元、给武汉复星汉正街房地产开发有限公司借款 30.97 亿元、给上海复屹实业发展有限公司借款为 23.70 亿元、给上海复皓实业发展有限公司借款 13.99 亿元，上述公司对合营公司及其子公司的借款未超过公司所占股比，小于合营公司另一方股东资金投入，需关注后续资金归还情况。

图表 19. 2023 年末公司存货中开发成本情况（单位：亿元）

项目名称	开工时间	预计竣工时间	预计开发投资总额	2023 年末	2022 年末
北京-复地时代中心/运通府	2018 年-2019 年	2023 年-2026 年	46.17	15.21	24.55

项目名称	开工时间	预计竣工时间	预计开发投资总额	2023 年末	2022 年末
成都-复地·金融岛	2015 年	2027 年	81.90	9.54	9.40
南京-大鱼山居	2019 年	2023 年	26.29	—	3.29
南京-宴南都花园	2016 年	2023 年	42.28	—	4.65
南京-御钟山花园	2020 年	2025 年	70.08	7.04	6.47
长春-复地卡伦湖生态城	2020 年	2025 年	40.80	4.28	4.28
长沙-崑玉国际	2019 年	2024 年	20.54	4.98	4.27
重庆-中央公园	2020 年	2023 年-2024 年	18.24	4.54	5.77
南京-明日之城	2021 年	2023 年-2025 年	52.00	16.64	29.00
上海-金山	2021 年	2023 年-2025 年	12.97	0.55	8.53
苏州-鹿溪雅园	2021 年	2023 年-2025 年	40.10	14.90	22.52
西安-复星丝路商业	2021 年	2024 年	8.13	3.84	3.25
昆明-抚仙湖一期	2024 年	2026 年	22.20	14.19	20.77
天津-空港	2021 年	2023 年-2024 年	35.10	10.68	20.89
佛山-禅医项目	2019 年	2023 年	21.00	—	8.65
成都-天府湾	2018 年	2023 年-2026 年	78.64	20.89	24.03
济南-复星国际中心	2018 年	2023 年-2026 年	61.66	15.52	18.77
上海-徐汇滨江复星中心	2022 年	2023 年-2024 年	78.55	33.48	56.84
成都-武侯簇锦	2022 年	2024 年	35.05	23.10	10.85
上海-金山新城	2022 年	2024 年	46.41	35.70	29.73
青岛-崂山 Club Med	2023 年	2026 年	7.66	1.96	1.95
昆明-抚仙湖横大路	2025 年	2028 年	28.59	10.78	4.49
合肥-云谷名庭/智慧金融城	2016 年	2025 年	66.00	7.17	5.89
其他项目	—	—	—	2.05	11.02
合计	—	—	—	257.04	339.87

注：根据豫园股份所提供数据整理、计算。

2023 年末，该公司非流动资产为 497.72 亿元，主要由长期股权投资、投资性房地产和固定资产等构成。其中年末长期股权投资 148.36 亿元，主要包括对舍得集团（54.63 亿元）、上海豫芸实业发展有限公司（9.61 亿元）、西安复裕房地产开发有限公司（5.35 亿元）和宁波复星锐正创业投资合伙企业（有限合伙）（11.38 亿元）和上海复星高科技集团财务有限公司（5.03 亿元）等的股权投资；公司投资性房地产采用公允价值模式计量，年末余额为 231.17 亿元，较上年末略有增长，其中房屋及建筑物和在建工程分别为 155.35 亿元和 75.83 亿元，公司投资性房地产主要位于一、二线等城市的核心位置，区位优势较好；公司固定资产余额 39.92 亿元，主要为房屋及建筑物和机器设备；同期末商誉为 14.94 亿元，其中主要为株式会社星雪 Resort Tomamu（2.47 亿元）、WEI（2.49 亿元）、苏州松鹤楼饮食文化有限公司（2.42 亿元）、AHAVA-Dead Sea Laboratories Ltd.（2.08 亿元），近年收购子公司的业绩表现均较好，公司未计提商誉减值准备，株式会社星雪 Resort Tomamu 账面余额的减少主要由于外币报表折算差异所致；同期末无形资产 15.52 亿元，主要包括牌誉 6.64 亿元和土地使用权 6.97 亿元等。此外，2023 年末公司在建工程 1.88 亿元，主要包括豫园商城一期整改项目、华宝楼一期改造工程和苏州松鹤楼食品生产基地项目。

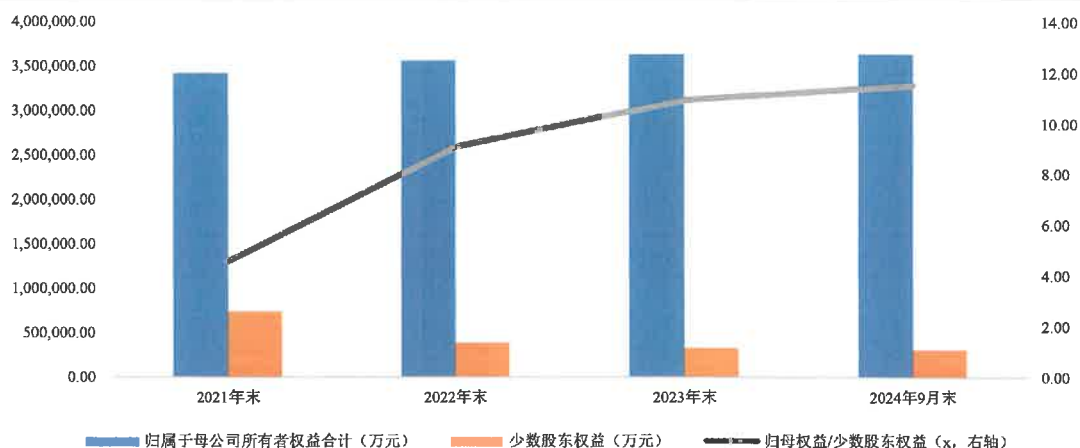
2024 年 9 月末，该公司资产总额为 1,258.71 亿元，较上年末变动不大。公司期末流动资产 770.60 亿元，较上年末增长 3.75%，其中货币资金 98.49 亿元，较上年末增长 7.39%（未受限货币资金为 56.50 亿元）；应收账款 29.52 亿元，较上年末增长 48.76%，主要系黄金珠宝板块的经营产生；存货 426.73 亿元，与上年末基本持平，其中开发产品为 105.47 亿元，较上年末下降 5.10%，房产去化速度较慢。非流动资产 488.10 亿元，较上年末下降 1.93%，其中主要是固定资产较上年末减少 23.84%至 30.41 亿元，主要系出售星野度假村所致。

从资产受限情况看，2023 年末该公司所有权或使用权受限资产总额为 499.19 亿元，占资产总额比重为 40.24%。

其中，受限货币资金 40.78 亿元，包括预售房款 14.18 亿元；各项履约保证金、承兑汇票保证金、银行保函保证金及借款保证金合计 14.37 亿元；用于银行/非金融机构借款抵押及质押的应收账款 0.24 亿元、存货 209.83 亿元、投资性房地产 125.42 亿元、固定资产 21.85 亿元、无形资产 6.98 亿元、在建工程 0.004 亿元、长期股权投资 35.30 亿元、交易性金融资产 4.13 亿元和其他流动资产 54.65 亿元。

(2) 所有者权益

图表 20. 公司所有者权益构成及其变动趋势



注：根据豫园股份所提供的数据整理、绘制。

2021-2023 年末及 2024 年 9 月末，该公司所有者权益分别为 417.57 亿元、396.10 亿元、396.60 亿元和 396.00 亿元，近年来公司持续出售股权使得资本公积和少数股东权益有所下滑，而经营积累使得盈余公积和未分配利润持续提升。2024 年 9 月末公司实收资本、资本公积和未分配利润分别为 38.94 亿元、86.31 亿元和 208.62 亿元，分别占所有者权益的 9.83%、21.79%和 52.68%。2021-2023 年公司现金分红金额（含税）分别为 13.59 亿元、13.58 亿元和 7.40 亿元。根据 2025 年 1 月 27 日《上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司关于收到董事长倡议制定 2024 年度特别分红方案暨响应“提质增效重回报”行动方案的公告》，公司测算出售新雪股权可实现税后收益 11.2 亿元（最终金额以审定后数据为准），公司拟利用前述税后收益实施特别分红，分红总额将不低于 7.5 亿元。此次 2024 年度特别分红方案为初步提议方案，具体利润分配方案由公司结合自身经营情况并报董事会及股东大会审议确定。需关注后续利润分配情况。

此外，该公司 2024 年 5 月 30 日发布公告，公司筹划子公司珠宝时尚集团以增资扩股方式引入外部投资者暨融资事项，计划融资金额最高不超过人民币 20 亿元，外部投资者数量合计不超过 40 家。本次交易完成后，外部投资者持有的珠宝时尚集团股权比例合计不超过 20%。根据公司 2024 年 11 月 28 日发布的公告，参与本次交易的 36 名外部投资者与珠宝时尚集团签署投资协议，同意对合伙平台（平台名称：菏泽珠盈企业管理合伙企业（有限合伙））出资⁹，然后通过合伙平台对珠宝时尚集团增资的形式入股珠宝时尚集团，珠宝时尚集团将在现有的注册资本 22.22 亿元的基础上，新增注册资本 2.42 亿元，由合伙平台以总计人民币 9.80 亿元的对价全额认购和缴付本次增资额，投资交割后合伙平台获得珠宝时尚集团增资完全稀释后 9.8196%的股权。本次增资已完成，珠宝时尚集团注册资本和实收资本增至 24.64 亿元，截至本评级报告出具日，公司持有其 89.28%股权。

(3) 负债

图表 21. 公司债务结构及核心债务（单位：亿元）

主要数据及指标	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 9 月末
刚性债务	515.91	480.14	481.92	501.28
其中：短期刚性债务	204.56	230.29	271.50	302.21
中长期刚性债务	311.36	249.85	210.42	199.07

⁹ 36 名外部投资者已认缴合伙平台出资份额总计 7.70 亿元，占合伙平台认缴出资总额的 78.5714%。

主要数据及指标	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 9 月末
应付账款	89.90	81.89	92.23	76.11
合同负债	89.90	122.52	75.41	96.74
其他应付款	60.61	62.98	66.35	80.63
综合融资成本（年化，%）	4.54	4.40	4.97	—

注：根据豫园股份所提供数据整理、计算。

该公司债务以流动负债为主，2021-2023 年末及 2024 年 9 月末，长短期债务比分别为 64.36%、48.64%、41.86% 和 37.83%。

从债务构成看，该公司负债以刚性债务、应付账款、合同负债和其他应付款为主。2021-2023 年末及 2024 年 9 月末，刚性债务占负债总额的比重分别为 57.50%、54.09%、57.11% 和 58.11%。应付账款主要为黄金珠宝业务应付供应商的费用和房地产项目应付工程款，期末余额分别为 89.90 亿元、81.89 亿元、92.23 亿元和 76.11 亿元，2024 年 9 月末较上年末减少主要系偿还应付款项所致；合同负债主要为预收房地产项目款及珠宝时尚业务订货款，受房地产项目结转影响，预收账款规模有所波动，同期末分别为 89.90 亿元、122.52 亿元、75.41 亿元和 96.74 亿元，2024 年 9 月末较上年末增加主要系预收放款所致；其他应付款余额分别为 60.61 亿元、62.98 亿元、66.35 亿元和 80.63 亿元，其中 2023 年末主要包括合作公司往来及其他（14.76 亿元）、联营合营企业及其他关联方往来款（14.17 亿元）、押金及保证金（7.90 亿元）和预提费用（7.19 亿元）等，2024 年 9 月末较上年末增加 21.52% 主要由于购房意向金的增加。

该公司刚性债务期限结构逐步转为以短期为主，即期债务偿付压力持续增大。2021-2023 年末及 2024 年 9 月末公司短期刚性债务余额分别为 204.56 亿元、230.29 亿元、271.50 亿元和 302.21 亿元，主要由短期借款、交易性金融负债（或以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债）、一年内到期的长期借款、应付短期融资券和应付短期债券等构成。其中，同期末短期借款分别 61.67 亿元、68.36 亿元、101.31 亿元和 91.39 亿元；交易性金融负债（或以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债）分别为 40.81 亿元、33.97 亿元、57.28 亿元和 65.85 亿元，主要为尚未归还的租赁黄金的期末公允价值；一年内到期的长期借款分别为 58.31 亿元、50.87 亿元、67.13 亿元和 62.24 亿元；应付短期融资券分别为 18.15 亿元、0 元、12.73 亿元和 31.47 亿元，2024 年 9 月末包括“24 豫园商城 SCP001”、“24 豫园商城 SCP002”、“24 豫园商城 SCP003”和“24 豫园商城 SCP006”；其他短期刚性债务分别为 25.38 亿元、76.48 亿元、23.92 亿元和 36.98 亿元，主要为一年内到期的应付债券和短期非金融机构借款。

2021-2023 年末及 2024 年 9 月末，该公司中长期刚性债务分别为 311.36 亿元、249.85 亿元、210.42 亿元和 199.07 亿元，主要以长期借款为主，同期末分别为 231.10 亿元、237.58 亿元、189.38 亿元和 166.30 亿元；应付债券分别为 70.25 亿元、11.50 亿元、2.01 亿元和 9.40 亿元，其中 2024 年 9 月末应付债券为 2024 年 8 月发行的“24 豫园商城 PPN002（资产担保）”。其他中长期刚性债务分别为 10.00 亿元、0.78 亿元、19.03 亿元和 23.37 亿元，其中 2021 年末为公司发行的中期票据（计入“其他非流动负债”），2023 年末及 2024 年 9 月末应付售后回租融资款分别为 2.31 亿元和 2.57 亿元（计入“长期应付款”），2022-2023 年末及 2024 年 9 月末长期非金融机构借款分别为 0.78 亿元、16.71 亿元和 20.80 亿元，主要是其他项目公司的借款。

从借款方式看，该公司银行借款以抵押借款和信用借款为主，2024 年 9 月末占比分别为 30.44% 和 30.43%，其中抵押借款的抵押物主要为存货和投资性房地产。利率方面，公司银行借款利率范围为 1.00%-7.50%，发债利率范围为 3.80%-4.95%，应付售后回租融资款利率范围为 6.00%-7.95%，长期非金融机构借款利率区间为 7.00%-8.50%。2021-2023 年公司综合融资成本在 4.40%-4.97% 之间，略有波动。从债务期限结构来看，公司刚性债务中期限为“2 年以内”的债务占比较高即期债务偿付压力较大。

图表 22. 公司 2024 年 9 月末存续刚性债务期限结构（单位：亿元）

到期年份	≤1 年	(1~2 年]	(2~3 年]	(3~5 年]	>5 年	合计
合并口径	302.21	66.75	55.31	22.26	54.76	501.28
母公司口径	156.02	30.57	36.91	8.10	-	231.60

注：根据豫园股份所提供数据整理、计算。

在投融资管理方面，该公司对外投资须按有关程序进行报批，提供项目可行性报告、合作意向等相关材料，并按

照相关的职责权限经股东大会审议后负责实施。

在资金管理方面，该公司建立了内部资金集中管理制度，在资金管理上采用年度资金预算管理和收支两条线原则，对资金实行分级管理和分类管理，以控制资金管理风险。资金管理部负责定期分析公司现金流入、流出及现金收支平衡情况，根据公司发展和营运中资金需求情况，拟订资金筹措和使用方案，平衡资金计划，实施公司资金筹措方案。公司严禁下属企业对外拆借资金，下属企业需要资金时向公司本部资金管理部提交月度资金用款计划，按相关权限经批准后实施。

2. 偿债能力

(1) 现金流量

图表 23. 公司现金流量状况

主要数据及指标	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年 前三季度	2023 年 前三季度
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	-68.77	-0.90	47.47	25.45	54.37
其中：业务现金收支净额（亿元）	-63.04	62.29	96.12	19.81	52.39
投资环节产生的现金流量净额（亿元）	-42.61	50.96	26.56	6.09	30.17
其中：购建固定资产、无形资产及其他 长期资产支付的现金（亿元）	7.83	5.52	6.82	11.41	4.26
筹资环节产生的现金流量净额（亿元）	68.87	-95.23	-91.24	-25.70	-79.91
其中：现金利息支出（亿元）	24.09	25.72	21.94	15.88	16.02

注：根据豫园股份所提供数据整理、计算。

注：业务现金收支净额是指不包括其他因素导致的现金收入与现金支出的经营环节现金流量净额。

该公司主业获现能力较强，2021-2023 年及 2024 年前三季度营业收入现金率分别为 102.86%、118.25%、103.02% 和 112.19%。同期经营活动现金流净额分别为-68.77 亿元、-0.90 亿元、47.47 亿元和 25.45 亿元，其中 2021 年呈大额净流出主要是公司产业连锁化发展加速使得配套的营运资金需求及员工成本支出上升，以及地产板块土地项目储备所致；2023 年及 2024 年前三季度呈净流入状态主要是公司加强货款回收以及地产板块土地项目储备支出减少所致。

投资活动方面，2021-2023 年及 2024 年前三季度，该公司投资活动现金净流量分别为-42.61 亿元、50.96 亿元、26.56 亿元和 6.09 亿元，2022 年以来公司持续处置招金矿业、金徽酒、IGI 等股权形成较大的投资活动现金流入，并且公司减少对外投资，使得公司投资性现金流呈净流入状态。同期公司收回及支付的投资现金净额分别为-35.47 亿元、38.97 亿元、0.32 亿元和-1.23 亿元，处置子公司及其他经营单位收到的现金分别为 3.27 亿元、20.20 亿元、31.10 亿元和 14.15 亿元。同期购建固定资产、无形资产及其他长期资产支付的现金分别为 7.83 亿元、5.52 亿元、6.82 亿元和 11.41 亿元，主要为公司支付的土地出让金，2024 年前三季度规模较大系公司补缴 12 栋存量房土地出让金，将 12 栋房产划拨产权证转为出让产权证，补缴土地出让金共计约 7.055 亿元。

该公司资金缺口主要依靠筹资解决，近年来公司还将主业经营回款和出售股权及资产等回款用于较多债务偿付，2021-2023 年及 2024 年前三季度，公司筹资活动现金流量净额分别为 68.87 亿元、-95.23 亿元、-91.24 亿元和-25.70 亿元。其中，同期其他与筹资活动有关的现金分别为 5.41 亿元、17.78 亿元、26.91 亿元和 20.57 亿元，主要为受限制的保证金的增加、支付同一控制下的企业合并股权款和支付租赁款的现金等。

(2) 偿债能力

图表 24. 公司偿债能力指标值

主要数据及指标	2021 年度	2022 年度	2023 年度
EBITDA（亿元）	73.18	85.54	50.05
EBITDA/利息支出（倍）	3.05	3.18	2.17
EBITDA/刚性债务（倍）	0.16	0.17	0.10

注：根据豫园股份所提供数据整理、计算。

该公司 EBITDA 主要由利润总额和列入财务费用的利息支出构成，近年来主要由于利润总额的波动，公司 EBITDA 呈波动态势，2021-2023 年分别为 73.18 亿元、85.54 亿元和 50.05 亿元。公司 EBITDA 对刚性债务和利息支出的覆盖程度也呈现波动态势。

调整因素

1. 流动性/短期因素

图表 25. 公司资产流动性指标值

主要数据及指标	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 9 月末
流动比率 (%)	143.95	134.16	124.86	123.12
速动比率 (%)	46.23	48.30	50.74	52.84
现金比率 (%)	24.08	21.26	18.07	18.49

注：根据豫园股份所提供数据整理、计算。

该公司流动性一般，2021-2023 年末及 2024 年 9 月末，公司流动比率分别为 143.95%、134.16%、124.86%和 123.12%；速动比率分别为 46.23%、48.30%、50.74%和 52.84%，公司流动资产中存货占比大，速动资产对流动负债的覆盖程度一般。

截至 2024 年 9 月末，该公司合并口径银行授信 644.13 亿元，尚未使用额度为 264.52 亿元，授信银行主要包括农业银行、浦发银行、兴业银行等股份制银行和其他外资银行、城农商行等。

2. ESG 因素

近年来，该公司股权结构稳定。截至 2024 年 9 月末上海复地投资管理直接持有公司 26.28%股权，为公司第一大股东；浙江复星商业发展有限公司直接持有公司 9.38%股权，为公司第二大股东；郭广昌通过复地投资管理、浙江复星、复星产业投资及上海复星高科技（集团）有限公司等 18 名复星系对象直接及间接持有公司 61.88%股权，为公司实际控制人。根据公司公告，截至 2025 年 2 月 21 日，复星高科及其一致行动人合计累计质押公司股票 9.88 亿股用于借款融资，占其所持公司股份的 40.99%，质押比例高。此外，2024 年 9 月末黄浦区国资委合计持有公司 8.66%股权，其中直接持有 0.58%股权，通过黄房公司、上海豫园（集团）有限公司、上海豫园商场和上海企顺建创资产经营有限公司（原名为“上海市黄浦区国有资产总公司”）等合计间接持有公司 8.08%股权。

该公司按《公司章程》规定的选聘程序选聘董事：董事会设董事长 1 名、联席董事长 2 名、副董事长 2 名，由董事会以全体董事的过半数选举产生。董事会由 12 名董事组成，其中独立董事 4 名。董事会的人数和人员构成符合法律、法规和《公司章程》的规定。公司董事会下设发展战略与投资、提名与人力资源、薪酬与考核、审计与财务四个专门委员会。公司监事会由 3 名监事组成，设监事会主席 1 名。监事会包括 2 名股东代表和 1 名职工代表。

近年来，该公司高管团队变动较大。2021 年，公司董事高敏和监事黄杰因工作安排原因离任，选举郝毓鸣和沈键为董事和监事，另外公司相继聘任邹超、倪强、胡庭洲和周波为执行总裁，吴毅飞和诸炜为副总裁。2022 年 3 月公司董事长兼总裁黄震因工作原因，辞去公司总裁职务，仍担任公司董事长。根据《公司法》、《公司章程》等有关规定，因黄震辞去公司总裁职务，经研究和公司董事会提名与人力资源委员会审核，并征得被提名人同意，由公司董事长黄震提名，聘任公司执行总裁倪强和胡庭洲为公司总裁（轮值），上述两人的任职期限各为六个月。2022 年 5 月，由公司总裁（轮值）倪强提名聘任孟凌媛、张弛为公司副总裁。此外，原独立董事王鸿祥和原监事沈键因换届选举离任，宋航和施玮清通过股东大会选举分别当选独立董事和监事。2023 年 3 月，由公司总裁（轮值）胡庭洲提名，聘任冉飞为公司执行总裁；同月，邹超因工作安排原因不再兼任公司 CFO，由公司总裁（轮值）胡庭洲兼任；2023 年 6 月，独立董事王哲因个人原因，辞去公司第十一届董事会独立董事、董事会审计与财务委员会委员、董事会提名与人力资源委员会委员职务；2023 年 7 月，孙岩当选为公司第十一届董事会独立董事；2023 年 8 月，监事施玮清因工作调整原因，辞去公司第十一届监事会监事。同月，徐隽当选为公司第十一届监事会监事。2024 年 1 月，胡庭洲由于工作调整原因，辞去 CFO 职务；龚平由于工作调整原因

申请辞去公司第十一届董事会董事、董事会发展战略与投资委员会委员职务；蒋伟因年龄原因，提出辞去公司董事会秘书职务；张弛因个人发展原因，向公司董事会提出辞去公司副总裁职务；倪强由于工作调整原因申请辞去公司总裁（轮值）职务；聘任胡庭洲为公司总裁；聘任邹超为公司第十一届董事会秘书；倪强当选为公司第十一届董事会董事，同时任第十一届董事会副董事长；2024 年 2 月，唐冀宁鉴于个人发展原因，向公司董事会提出辞去公司执行总裁职务；倪强由于工作调整原因申请辞去公司总裁（轮值）职务；聘任钱顺江为公司执行总裁、CFO；聘任左墨之为公司副总裁；2024 年 5 月，诸炜红到龄退休，向公司董事会提出辞去公司副总裁职务；2024 年 7 月，胡庭洲因个人原因辞去公司总裁职务。2024 年 9 月，钱顺江因工作调整原因，辞去公司 CFO 职务，继续担任公司总裁（轮值）职务，公司聘任邹超为 CFO。2025 年 1 月，鉴于个人职业发展考虑，邹超辞去公司董事会秘书职务，继续担任执行总裁和 CFO，公司聘任王瑾为董事会秘书；冉飞辞去公司执行总裁职务；2025 年 9 月，鉴于个人发展原因，左墨之辞去公司副总裁职务。

该公司原执行总裁冉飞先生及公司监事俞琳女士于 2024 年 8 月 29 日收到上海证券交易所出具的《关于对上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司时任执行总裁冉飞予以监管警示的决定》（上证公监函（2024）0192 号）、《关于对上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司时任监事俞琳予以监管警示的决定》（上证公监函（2024）0193 号），由于亲属涉及短线交易，对其予以监管警示。公司已于 2024 年 4 月 27 日披露《上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司关于监事及高级管理人员亲属涉及短线交易及致歉的公告》（公告编号：2024-056），说明上述监管警示决定中所涉及的短线交易事项。

除此之外，该公司近三年一期信息透明度不存在重大缺陷，财务报表未延期披露，且未出现重大会计差错，未有监管机构对信息披露处罚的情况。公司不存在因违法行为导致严重环境污染、重大人员伤亡、社会影响恶劣等并被处以罚款的情形。

3. 表外事项

截至 2024 年 9 月末，该公司不存在重大未决诉讼。

截至 2024 年 9 月末，该公司除房地产业务为商品房承购人提供的按揭担保外，不存在对外担保。公司及下属子公司无重大未决诉讼、仲裁事项。

4. 其他因素

关联交易管理方面，该公司制定了《关联交易管理办法》，并对关联交易作出了详细规定，主要包括：（1）明确了关联人的范畴及关联关系的定义；（2）分别对关联交易和重大关联交易的范围作出了界定；（3）明确了关联交易的基本原则；（4）建立了关联交易决策程序；（5）建立了回避制度；（6）建立了关联交易信息披露制度。同时公司在《公司章程》中制定了公司股东大会、董事会对关联交易事项的审批权限，规定了关联人回避表决制度。公司关联交易遵循诚实、信用、平等、自愿、公平、公开、公允的原则，在确定关联交易交割时，应不偏离市场独立第三方的价格或收费标准，以确保不出现损害公司和非关联股东利益的情形发生。公司日常与经营活动的关联交易均履行了法定程序，没有侵害公司及股东利益的情形。公司与关联方交易主要为关联购销和关联担保。2023 年公司合计向关联方采购药品、珠宝货品、系统服务支出等合计 1.92 亿元，向关联方出售药品、珠宝、化妆品、食品饮料等以及进行销售代理服务、商业咨询服务等合计 5.16 亿元，相关交易价格均采用市场定价方式。关联担保方面，2023 年末公司对杭州复禹置业有限公司、武汉复星汉正街房地产开发有限公司的担保金额分别为 4.61 亿元和 6.75 亿元，担保到期日分别为 2024 年 7 月 12 日和 2026 年 7 月 26 日；公司作为被担保方，复星高科等关联方合计向公司提供关联担保 47.89 亿元和 1,150 万欧元。关联资金拆借方面，2023 年末，公司获得关联方资金拆入合计 9.68 亿元，其中 6.63 亿元为复地（集团）股份有限公司给予公司的无限期借款，不计息；资金拆出合计 143.68 亿元，主要为给予上海豫芸实业发展有限公司（57.91 亿元）、武汉复星汉正街房地产开发有限公司（30.97 亿元）、上海复屹实业发展有限公司（23.70 亿元）和上海复皓实业发展有限公司（13.99 亿元）等的拆出资金。

根据该公司提供的 2025 年 1 月 10 日《企业信用报告》，近三年公司本部不存在因自身原因造成的欠款欠息记录。根据公开资料，截至本评级报告日，公司本部及下属核心子公司无重大不良行为记录。

外部支持

1. 集团/控股股东支持

该公司是复星高科旗下唯一 A 股商业文化板块上市公司，在复星高科的整体战略定位中有重要作用。复星高科可在资金、资源、战略方向和管理架构等方面给予公司支持。公司第二大股东为黄浦国资，此前参与公司的重大资产重组事宜，向公司注入资产，对公司的支持力度大。

同业比较分析

新世纪评级选取老凤祥股份有限公司（简称“老凤祥”）和广东潮宏基实业股份有限公司（简称“潮宏基”）为同业比较对象，主要基于老凤祥、潮宏基及该公司主业均为黄金珠宝业务，公司之间具有可比性。业务方面，公司资产和收入规模较大，整体总资产报酬率较低，但黄金珠宝业务的总资产报酬率适中。财务方面，公司刚性债务规模较大，资产负债率高，EBITDA 对利息和刚性债务的保障程度较低。三者 2023 年经营性现金流量均呈净流入状态，公司营业现金率较高，回款情况良好。

债项信用分析

1. 特殊条款

本期债券设票面利率调整选择权和投资者回售选择权。

票面利率调整选择权。发行人有权在本期债券存续期的第 1 年末决定是否调整本期债券后续计息期间的票面利率。发行人决定行使票面利率调整选择权的，自票面利率调整生效日起，本期债券的票面利率按照以下方式确定：调整后的票面利率以发行人发布的票面利率调整实施公告为准，且票面利率的调整方向和幅度不限。发行人承诺不晚于票面利率调整实施日前的 1 个交易日披露关于是否调整本期债券票面利率以及调整幅度（如有）的公告。发行人承诺前款约定的公告将于本期债券回售登记期起始日前披露，以确保投资者在行使回售选择权前充分知悉票面利率是否调整及相关事项。发行人决定不行使票面利率调整选择权的，则本期债券的票面利率在发行人行使下次票面利率调整选择权前继续保持不变。

投资者回售选择权。债券持有人有权在本期债券存续期的第 1 年末将其持有的全部或部分本期债券回售给发行人。为确保投资者回售选择权的顺利实现，发行人承诺履行如下义务：（1）发行人承诺将以适当方式提前了解本期债券持有人的回售意愿及回售规模，提前测算并积极筹备回售资金；（2）发行人承诺将按照规定及约定及时披露回售实施及其提示性公告、回售结果公告、转售结果公告等，确保投资者充分知悉相关安排；（3）发行人承诺回售登记期原则上不少于 3 个交易日；（4）回售实施过程中如发生可能需要变更回售流程的重大事项，发行人承诺及时与投资者、交易场所、登记结算机构等积极沟通协调并及时披露变更公告，确保相关变更不会影响投资者的实质权利，且变更后的流程不违反相关规定；（5）发行人承诺按照交易场所、登记结算机构的规定及相关约定及时启动债券回售流程，在各流程节点及时提交相关申请，及时划付款项；（6）如本期债券持有人全部选择回售的，发行人承诺在回售资金划付完毕且转售期届满（如有）后，及时办理未转售债券的注销等手续。为确保回售选择权的顺利实施，本期债券持有人承诺履行如下义务：（1）本期债券持有人承诺于发行人披露的回售登记期内按时进行回售申报或撤销，且申报或撤销行为还应当同时符合本期债券交易场所、登记结算机构的相关规定。若债券持有人未按要求及时申报的，视为同意放弃行使本次回售选择权并继续持有本期债券。发行人与债券持有人另有约定的，从其约定；（2）发行人按约定完成回售后，本期债券持有人承诺将积极配合发行人完成债券注销、摘牌等相关工作。为确保回售顺利实施和保障投资者合法权益，发行人可以在本次回售实施过程中决定延长已披露的回售登记期，或者新增回售登记期。发行人承诺将于原有回售登记期终止日前 3 个交易日，或者新增回售登记期起始日前 3 个交易日及时披露延长或者新增回售登记期的公告，并于变更后的回售登记期结束日前至少另行发布一次回售实施提示性公告。新增的回售登记期间至少为 1 个交易日。如本期债券持有人认为需要在本次回售实施过程中延长或新增回售登记期的，可以与发行人沟通协商。发行人同意的，根据前款

约定及时披露相关公告。

2. 增信措施及效果

本期债券未安排有担保、资产抵质押等增信措施。

3. 其他偿付保障措施

2021-2023 年末及 2024 年 9 月末，该公司货币资金余额分别为 127.38 亿元、108.45 亿元、91.71 亿元和 98.49 亿元，货币资金能为本期债券的还本付息提供一定保障。2021-2023 年，公司的利息保障倍数分别为 2.60 倍、2.74 倍和 1.68 倍，公司利润总额对利息支出的保障程度高。

评级结论

综上，本评级机构评定豫园股份信用等级为 AAA，评级展望为稳定，债项的信用等级为 AAA。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本次债券存续期（本次债券发行日至到期日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 3 个月内出具，且不晚于每一会计年度结束之日起 7 个月内。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

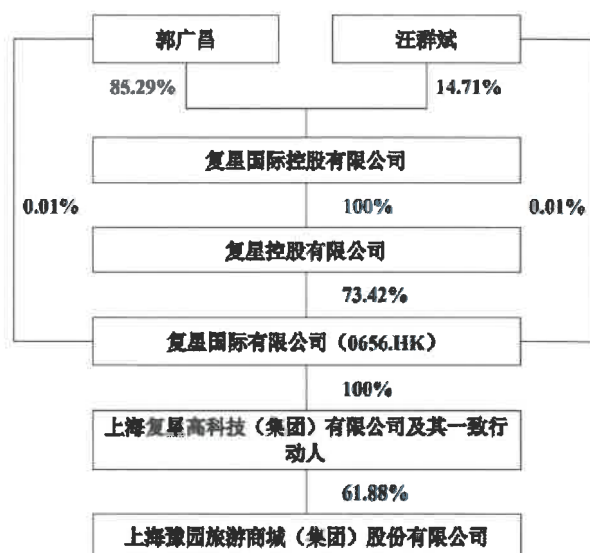
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在跟踪评级报告出具后，本评级机构将按照要求及时把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至监管部门指定的网站公告，且在监管部门指定网站的披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告、终止评级等评级行动。

附录一：

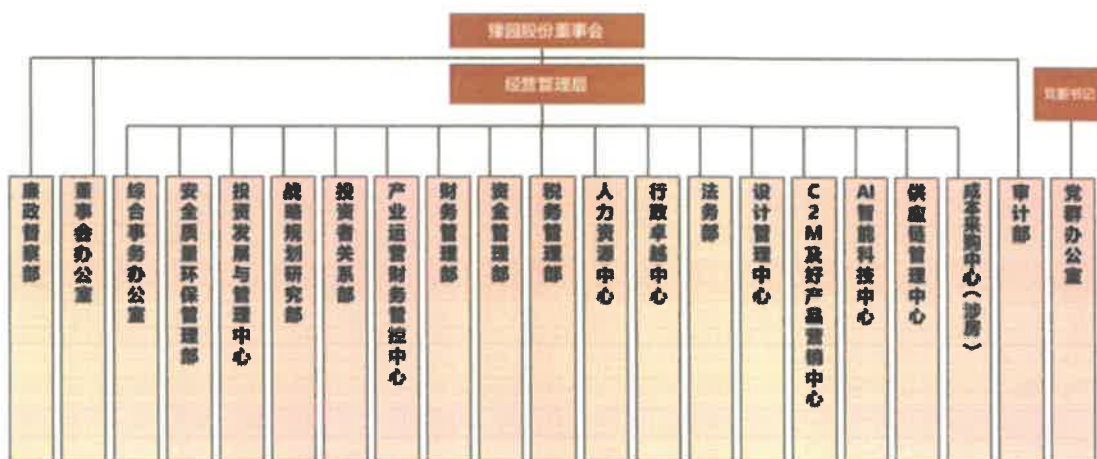
公司与实际控制人关系图



注：根据豫园股份提供的资料整理绘制（截至 2024 年 9 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据豫园股份提供的资料整理绘制（截至 2024 年 9 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	基本情况				2023 年（末）主要财务数据（亿元）					备注
	简称	与公司关系	母公司持股比例（%）	主营业务	刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	
上海复星高科技（集团）有限公司	复星高科	公司股东	—	产业运营投资	1,376.70	1,644.99	1,225.38	66.89	0.41	合并口径
上海复地投资管理有限公司	复地投资管理	公司股东	—	医药、房地产、钢铁、矿业、零售等	12.55	88.44	0.14	10.38	-7.72	母公司口径
上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司	豫园商城	本数据公司	—	黄金珠宝、餐饮、医药、商旅文	206.98	252.19	3.59	-0.87	48.37	母公司口径
上海豫园珠宝时尚集团有限公司	珠宝时尚集团	核心子公司	100.00	商业零售、批发、投资管理	68.47	43.72	364.27	7.92	12.18	合并口径
上海复地产业发展集团有限公司	复地产发	核心子公司	100.00	房地产开发销售	42.62	70.37	103.27	5.48	-0.49	合并口径

注：根据豫园股份 2023 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

同类企业比较表

核心业务：黄金珠宝 归属行业：零售行业

企业名称（全称）	最新主体 信用等级/展望	2023 年度经营数据				2023 年（末）财务数据指标				
		总资产 (亿元)	收入 ¹⁰ (亿元)	净利润 (亿元)	总资产报酬率 (%)	权益资本与刚性债 务比率 (%)	资产负债率 (%)	EBITDA (亿元)	EBITDA/利息支出 (倍)	EBITDA/刚性债务 (倍)
老凤祥股份有限公司	--	243.34	708.86	29.75	16.32	159.81	43.56	44.79	33.91	0.48
广东潮宏基实业股份有限公司	--	57.37	55.03	3.30	7.63	306.08	33.46	5.66	19.59	0.42
上海豫园珠宝时尚集团有限公司	--	144.34	367.27	7.92	9.98	113.51	69.71	--	--	--
上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司	AAA/稳定	1,240.45	364.27	18.18	3.06	82.30	68.03	50.05	2.17	0.10

注：标杆企业是公开市场融资企业因非本评级机构客户，相关数据及指标来自公开市场可获取数据及计算，或存在一定局限性。

¹⁰ 黄金珠宝业务相关收入。

附录五：

主要财务数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2021 年/末	2022 年/末	2023 年/末	2024 年 前三季度/末
资产总额 [亿元]	1,314.76	1,283.73	1,240.45	1,258.71
货币资金 [亿元]	127.38	108.45	91.71	98.49
刚性债务[亿元]	515.91	480.14	481.92	501.28
所有者权益 [亿元]	417.57	396.10	396.60	396.00
营业收入[亿元]	510.63	501.18	581.47	361.01
净利润 [亿元]	39.27	39.37	18.18	9.67
EBITDA[亿元]	73.18	85.54	50.05	—
经营性现金净流入量[亿元]	-68.77	-0.90	47.47	25.45
投资性现金净流入量[亿元]	-42.61	50.96	26.56	6.09
资产负债率[%]	68.24	69.15	68.03	68.54
权益资本与刚性债务比率[%]	80.94	82.50	82.30	79.00
流动比率[%]	143.95	134.16	124.86	123.12
现金比率[%]	24.08	21.26	18.07	18.50
利息保障倍数[倍]	2.60	2.74	1.68	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	451.11	469.85	354.68	—
毛利率[%]	24.12	17.87	14.11	13.06
营业利润率[%]	9.71	11.81	4.02	4.51
总资产报酬率[%]	5.11	5.68	3.06	—
净资产收益率[%]	9.60	9.68	4.59	—
净资产收益率*[%]	11.48	10.94	5.62	—
营业收入现金率[%]	102.86	118.25	103.02	112.19
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-13.59	-0.16	7.97	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-13.76	5.61	8.55	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.05	3.18	2.17	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.16	0.17	0.10	—

注：表中数据依据豫园股份经审计的 2021~2023 年度及未经审计的 2024 年前三季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%

权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%

流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%

现金比率(%)=[(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计]×100%

利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)

担保比率(%)=期末未清偿担保余额/期末所有者权益合计×100%

营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]}+365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}

毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%

营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%

总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%

净资产收益率(%)=报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%

净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%

营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%

经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%

非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%

EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)

EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA 级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC 级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC 级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA 级、CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

附录七：

发行人历史评级

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	历史首次评级	2007年8月6日	A+/稳定	石得、高正桥	-	报告链接
	评级结果变化	2008年10月20日	AA/稳定	高正桥、石得	-	报告链接
		2010年4月27日	AA/稳定	高正桥、刘婷婷	-	报告链接
		2012年4月24日	AA/正面	熊桦、朱侃	新世纪评级方法总论（2012）	报告链接
		2012年9月6日	AA+/稳定	熊桦、朱侃	新世纪评级方法总论（2012）	公告链接
		2017年9月18日	AAA/稳定	翁斯喆、江帆	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法册论（2014） 零售行业信用评级方法（参见注册文件）	报告链接
	前次评级	2024年7月17日	AAA/稳定	翁斯喆、董正舟	工商企业评级方法与模型（零售行业）FM-GS009（2022.12）	-
债项评级	本次评级	2025年3月6日	AAA/稳定	翁斯喆、黄梦蛟	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（零售行业）FM-GS009（2022.12）	-
	本次评级	2025年3月6日	AAA	翁斯喆、黄梦蛟	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（零售行业）FM-GS009（2022.12）	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅，历史评级信息仅限于本评级机构对发行人进行的评级。